

IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 369 | JUNIO 2013



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
(Re)integración financiera en la eurozona

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Abenomics: ¿solución o parche?

UNIÓN EUROPEA
Unión bancaria: avanzando a trompicones

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Los puntos de apoyo de la demanda interna

DOSSIER: LA INVERSIÓN, CLAVE PARA EL CRECIMIENTO

¿Por qué son tan bajos los tipos de interés reales a nivel global?

Para cosechar hay que sembrar

La inversión española recibe el impulso del sector exterior

Inversión extranjera directa: ¿el mundo al revés?

INFORME MENSUAL

Junio 2013

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de mayo de 2013



- Jordi Gual
Economista Jefe
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Enric Fernández
Director de Análisis Económico
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros
- Marta Noguera
Directora de Economía Internacional

ÍNDICE**1 EDITORIAL****2 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *(Re)integración financiera en la eurozona*10 *Las emisiones de bonos corporativos se recuperan en la periferia de la eurozona***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Estados Unidos: ¿consolidación sostenible?*16 *Abenomics: ¿solución o parche?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *¿Se adentrará el BCE en aguas desconocidas?*22 *Unión bancaria: avanzando a trompicones***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Los puntos de apoyo de la demanda interna*28 *Corrección corriente y... ¿sostenible?*29 *El Tesoro aprovecha las oportunidades de emisión***32 DOSSIER: LA INVERSIÓN, CLAVE PARA EL CRECIMIENTO**32 *¿Por qué son tan bajos los tipos de interés reales a nivel global?*34 *Para cosechar hay que sembrar*

Oriol Aspachs

36 *La inversión española recibe el impulso del sector exterior*

Joan Daniel Pina

38 *Inversión extranjera directa: ¿el mundo al revés?*

Clàudia Canals y Marta Noguera

EDITORIAL

LA INVERSIÓN, CLAVE PARA EL CRECIMIENTO

La situación económica en los países desarrollados se caracteriza por la coexistencia de unos tipos de interés, reales y nominales, excepcionalmente bajos y una persistente atonía económica, que en el caso de la eurozona ha desembocado en una segunda recesión.

En el Dossier de este *Informe Mensual* examinamos las múltiples causas de este contexto de tipos muy reducidos. Entre ellas destacan las políticas monetarias ultra laxas de los bancos centrales más importantes, así como los altos niveles de ahorro generados en algunas de las principales economías del mundo, tanto avanzado como emergente.

El desafío para las economías desarrolladas es que este marco de tipos bajos no solo contribuya a hacer más llevadero el necesario proceso de desendeudamiento en el que están inmersas sino que, además, constituya un factor impulsor de la inversión, variable clave para que se genere una recuperación económica sostenida.

En el caso de la economía española, el papel que puede y debe jugar la inversión productiva es, si cabe, aún más importante, dado que el elevado endeudamiento del país dificultará el despegue del consumo.

En nuestro escenario central de previsiones, que muestra una caída del PIB del -1,4% este año y una mejora hasta el 0,8% en 2014, la inversión (exceptuando el sector construcción) juega un papel importante, puesto que es el primer componente de la demanda interna que apoyará el crecimiento, ya en la segunda mitad del 2013. Su peso en el PIB es, naturalmente, modesto, pero su importancia como factor dinamizador de la economía es capital.

¿Cuáles son los factores que permiten albergar esperanzas de que la inversión reforzará el dinamismo de la economía española en el futuro inmediato?

El primero es que pronosticamos para los próximos doce meses una mejora en las condiciones de acceso de la economía española a los mercados financieros internacionales. Desde el segundo trimestre de 2012, la prima de riesgo se ha reducido en más de 200 puntos básicos y es de esperar que, con altibajos, el próximo año este proceso continúe con un descenso adicional de, probablemente, otros 100 puntos.

En segundo lugar, como se discute también en el Dossier de este mes, en el pasado la inversión productiva ha sufrido las consecuencias del brutal drenaje de recursos que supuso el *boom* inmobiliario. En el caso español es obvio que este sector aún tardará muchos meses en constituirse en elemento propulsor de la inversión.

Asimismo, los excelentes resultados recientes del sector exterior español, con una contribución al crecimiento del PIB que en media ha sido del 2,1% desde 2009, permiten augurar un esfuerzo inversor de las empresas exportadoras para mantener y mejorar su competitividad en los mercados internacionales. El patrón observado en el comportamiento inversor de la empresa española en función de su actividad exportadora así lo hace prever.

Finalmente, pero no menos importante para una economía como la española que necesita flujos sostenidos de capitales internacionales, será crucial la capacidad de atracción de nuevos inversores internacionales, dispuestos a apostar por España con una visión de medio y largo plazo. En este sentido, el saldo neto de la inversión extranjera directa no ha evolucionado negativamente durante los últimos años, pero debe aún mejorar y ser punta de lanza de la recuperación de la inversión. El ajuste de precios de los activos que ha tenido lugar en España juega a favor y ayuda a diseñar una agenda política y económica que debería captar el interés de los inversores internacionales, en especial de los países emergentes, que, como se examina en el Dossier, son los nuevos protagonistas de la inversión directa internacional.

Jordi Gual

Economista Jefe

31 de mayo de 2013

RESUMEN EJECUTIVO

LOS PAÍSES EMERGENTES, PROTAGONISTAS DE LA RECUPERACIÓN

El sector exterior es el pilar de la recuperación de los países avanzados. Los elevados niveles de endeudamiento, en algunos países del sector público, en otros del sector privado y, en muchos, de ambos, limitan la capacidad de crecimiento de la demanda interna. El sector exterior, por tanto, se ha convertido en el principal motor de la recuperación. En este contexto, no sorprende que para muchos países mejorar la competitividad haya pasado de ser una prioridad a una urgencia.

Los países emergentes tienen la llave de la recuperación. En este sentido, los datos de crecimiento del primer trimestre, en general peores de lo esperado, han generado cierto temor a que su actividad se esté desacelerando. A Brasil le está costando volver a recuperar los niveles de crecimiento exhibidos antes de la crisis. Además, las elevadas presiones inflacionistas han obligado al Banco Central de Brasil a subir el tipo de interés de referencia 50 puntos básicos. En México, el PIB del primer trimestre también decepcionó y algunos países de Asia oriental, como Corea y Taiwán, se están resintiendo de la pérdida de competitividad por la apreciación de sus divisas frente al yen japonés.

El amplio margen de política económica en los países emergentes genera confianza. La contención de los precios internacionales de la energía hace que en la mayoría de países las presiones inflacionistas estén relativamente controladas y que, por tanto, el margen para implementar una política monetaria expansiva sea todavía amplio. De hecho, en los países con menor ritmo de actividad, como la India, Turquía o Corea, se ha rebajado el tipo de interés de referencia en las últimas semanas. Otro elemento esperanzador es el impulso que algunos países destacados están dando a su agenda de reformas estructurales. En ese sentido, México es un país ejemplar. Tras la aprobación de las reformas laboral, educativa y de telecomunicaciones, a principios de mayo se presentaron las directrices de una reforma bancaria que tiene como principal objetivo dinamizar el crédito privado.

En la zona del euro es donde la dependencia del sector exterior es más importante. Es por ello que la CE ha vuelto a poner encima de la mesa la necesidad de llevar a cabo de forma urgente una agenda de reformas estructurales ambiciosa. Su implementación ayudará a acelerar los procesos de ajuste pendientes, especialmente en los países de la periferia. Para España, la lista de recomendaciones es amplia e incluye una revisión de la reforma laboral, la reforma ener-

gética, la del sistema tributario y la de las administraciones públicas, y va acompañada de un estricto calendario. En Italia sigue preocupando el elevado nivel de la economía sumergida y la poca eficiencia del sistema judicial. Para los países del centro, sin embargo, la CE también ha puesto deberes. Alemania debe poner en marcha medidas de estímulo de la demanda interna ya que el superávit por cuenta corriente, que ya se sitúa en el 6,9% del PIB, no parece que se vaya a corregir. Para Francia lo que preocupa es la capacidad de crecimiento a largo plazo de la economía. En este sentido, la flexibilización de su mercado laboral se ve como uno de los principales ejes para dar la vuelta a esta situación.

Japón también se apoya, de momento, en el sector exportador. La revolución que ha llevado a cabo el nuevo primer ministro nipón Shinzo Abe, y que ya se conoce como *Abenomics*, se instrumenta en tres pilares: expansión monetaria, más gasto público y reformas estructurales. Los efectos de las compras de activos llevadas a cabo por el Banco de Japón ya se han hecho notar. La fuerte devaluación del yen ha propulsado las exportaciones, que en el primer trimestre crecieron un 3,8% en términos intertrimestrales. Sin embargo, es de esperar que a medida que el gasto público aumente y, sobre todo, la agenda de reformas estructurales se implemente, el crecimiento de la demanda interna se afianzará.

En EE. UU. el crecimiento de la economía es más equilibrado, aunque todavía tiene pendiente consolidar el ajuste de las cuentas públicas. De todas formas, este se podrá llevar a cabo manteniendo un ritmo de crecimiento similar al de los últimos trimestres, ya que el proceso de desapalancamiento de hogares y empresas ya se encuentra en una fase avanzada y permite que el consumo y la inversión vayan tomando el relevo. La solidez que parecen ofrecer las perspectivas de crecimiento de la economía norteamericana ha reabierto el debate acerca del rumbo que debe tomar la política monetaria. Algunos miembros de la Fed han expresado su deseo de acelerar el proceso de retirada de los estímulos monetarios. Es importante que no se reduzcan precipitadamente, ya que el ritmo de actividad económica todavía debe asentarse, pero si los datos macroeconómicos mejoran puede ser conveniente reducir el ritmo de compra de activos. Encontrar el equilibrio no será nada fácil, por lo que el debate que se ha abierto difícilmente se cerrará y, puntualmente, generará cierta volatilidad en los mercados.

Cronología

DICIEMBRE 2012

- 13** La **Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb)** amplía su capital con una contribución mayoritaria por parte de socios privados.
El Consejo Europeo aprueba la creación del **Mecanismo Único de Supervisión** para el sector bancario.

ENERO 2013

- 25** El Gobierno aprueba el Anteproyecto de Ley de Garantía de la Unidad de Mercado, que establece una **licencia única** para comercializar bienes y servicios en toda España.

FEBRERO 2013

- 22** El Gobierno aprueba un decreto ley de medidas de **apoyo al emprendedor y de estímulo del crecimiento y de la creación de empleo**. El decreto ley incluye medidas para incrementar la competencia en los sectores de hidrocarburos y ferroviario.

MARZO 2013

- 25** El Eurogrupo y el Gobierno chipriota acuerdan el **programa de asistencia financiera a Chipre**. La troika desembolsará un máximo de 10.000 millones de euros. Además, los accionistas, los depósitos bancarios mayores a 100.000 euros y los bonistas asumirán parte de los costes de recapitalización.

ABRIL 2013

- 19** El Gobierno aprueba la **reforma de la ley hipotecaria** que introduce modificaciones en el proceso de ejecución de las hipotecas impagadas.
26 El Gobierno presenta el Programa de Estabilidad 2013-2016 con una **relajación de la senda de consolidación fiscal**.

MAYO 2013

- 2** El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 0,5%.
29 La Comisión Europea recomienda relajar la senda de consolidación fiscal para España y sitúa el objetivo de déficit público de 2013 en el 6,5% del PIB. Además define un calendario de reformas entre las que destacan la del mercado laboral, del sistema tributario y del sector energético.

Agenda

JUNIO 2013

- 4** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
7 Índice de producción industrial (abril).
10 Coste laboral (primer trimestre).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (abril).
19 Comercio exterior (abril).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
27 Avance IPC (junio).
Índice de sentimiento económico eurozona.
Consejo Europeo.
28 Balanza de pagos (abril).
Ingresos y gastos del Estado (mayo).
Posición inversora internacional neta (primer trimestre).

JULIO 2013

- 2** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
Saldo AA. PP. (primer trimestre).
4 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
5 Índice de producción industrial (mayo).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
19 Comercio exterior (mayo).
Tasa de ahorro de los hogares (primer trimestre).
27 Encuesta de población activa (segundo trimestre).
30 Avance IPC (julio). Avance del PIB trimestral (segundo trimestre). Índice de sentimiento económico eurozona.
Ingresos y gastos del Estado (junio).
31 Balanza de pagos (mayo). Comité de Mercado Abierto de la Fed. PIB de Estados Unidos (segundo trimestre).

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2012	2013	2014	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013
CRECIMIENTO DEL PIB									
Mundial	3,2	3,3	4,2	3,1	2,9	2,9	3,1	3,4	3,7
Países desarrollados									
Estados Unidos	2,2	2,0	2,8	2,6	1,7	1,8	2,0	1,8	2,3
Eurozona	-0,5	-0,5	1,0	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	-0,6	0,3
Alemania	0,9	0,3	1,5	0,9	0,3	-0,3	-0,1	0,1	1,3
Francia	0,0	-0,1	0,8	0,0	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,3
Italia	-2,4	-1,6	0,4	-2,6	-2,8	-2,3	-1,9	-1,7	-0,6
España	-1,4	-1,4	0,8	-1,6	-1,9	-2,0	-1,8	-1,4	-0,5
Japón	2,0	1,6	1,9	0,4	0,4	0,0	1,0	2,6	3,0
Reino Unido	0,0	0,8	1,4	0,0	0,0	0,6	1,2	0,5	1,1
Países emergentes									
Rusia	3,4	2,6	3,6	3,0	2,1	1,6	2,2	3,2	3,5
China	7,8	7,6	7,8	7,4	7,9	7,7	7,7	7,5	7,4
India	5,1	5,2	6,2	5,1	4,5	4,8	4,4	5,1	6,5
Brasil	0,9	2,3	3,4	1,4	0,8	1,8	2,2	2,6	2,7
México	3,9	3,0	3,4	3,3	3,2	2,2	2,6	3,4	3,7
Polonia	2,0	1,4	2,7	1,7	0,7	0,4	0,8	1,6	2,8
Turquía	2,3	3,8	5,6	1,6	1,4	2,0	3,2	4,6	5,5
INFLACIÓN									
Mundial	3,7	3,3	3,4	3,6	3,6	3,3	3,2	3,3	3,3
Países desarrollados									
Estados Unidos	2,1	1,7	1,9	1,7	1,9	1,7	1,5	1,8	1,7
Eurozona	2,5	1,4	1,6	2,5	2,3	1,8	1,2	1,3	1,4
Alemania	2,1	1,5	1,7	2,1	2,0	1,8	1,2	1,5	1,6
Francia	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	1,2	0,9	1,2	1,3
Italia	3,3	1,6	1,7	3,4	2,7	2,1	1,4	1,5	1,6
España	2,4	1,6	1,4	2,8	3,1	2,6	1,6	1,1	0,9
Japón ⁽¹⁾	0,0	-0,1	0,9	-0,3	-0,2	-0,6	-0,4	0,2	0,4
Reino Unido	2,8	2,7	2,4	2,4	2,7	2,8	2,7	2,8	2,6
Países emergentes									
Rusia	5,0	6,2	4,8	6,0	6,5	7,1	6,5	5,8	5,4
China	2,7	3,0	3,2	1,9	2,1	2,4	2,8	3,3	3,4
India ⁽²⁾	7,6	6,3	5,5	7,9	7,3	6,9	6,3	5,9	6,2
Brasil	5,4	6,0	5,6	5,2	5,6	6,4	6,1	5,9	5,8
México	4,1	3,9	3,6	4,6	4,1	3,7	4,2	3,8	3,7
Polonia	3,7	1,3	2,0	3,9	3,0	1,6	1,0	1,2	1,3
Turquía	8,9	6,9	6,5	9,0	6,8	7,2	7,0	6,7	6,5

Notas: (1) No contempla la subida del impuesto al consumo prevista para abril de 2014.

(2) Datos de venta al por mayor.

■ Previsiones

Economía española

	2012	2013	2014	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013
Agregados macroeconómicos									
Consumo de los hogares	-2,2	-2,7	0,1	-2,1	-3,0	-3,9	-3,1	-2,8	-0,9
Consumo de las AA. PP.	-3,7	-4,2	-2,1	-4,0	-4,1	-4,3	-5,0	-3,4	-3,9
Formación bruta de capital fijo	-9,1	-6,6	-1,0	-9,7	-10,3	-9,0	-7,2	-6,8	-3,5
Bienes de equipo	-6,7	-4,1	1,8	-7,0	-7,9	-6,7	-5,1	-5,1	0,4
Construcción	-11,5	-8,7	-2,4	-12,4	-12,3	-11,3	-9,1	-8,1	-6,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-3,9	-3,7	-0,5	-4,0	-4,7	-4,9	-4,3	-3,6	-2,0
Exportación de bienes y servicios	3,0	2,3	4,2	4,2	3,2	4,5	3,5	-0,5	1,5
Importación de bienes y servicios	-5,0	-5,1	0,4	-3,4	-5,4	-5,1	-4,4	-7,5	-3,1
Producto interior bruto	-1,4	-1,4	0,8	-1,6	-1,9	-2,0	-1,8	-1,4	-0,5
Otras variables									
Empleo	-4,4	-3,4	0,3	-4,6	-4,7	-4,5	-4,0	-2,8	-2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,0	26,7	25,9	25,0	26,0	27,2	26,6	26,2	26,7
Índice de precios de consumo	2,4	1,6	1,4	2,8	3,1	2,6	1,6	1,1	0,9
Costes laborales unitarios	-3,4	-1,2	0,0	-2,9	-5,8	-3,2	-1,5	-1,5	1,3
Saldo op. corrientes (acum., % PIB)	-0,8	1,0	1,9	-2,2	-0,8	0,4	0,5	0,6	1,0
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB)	-0,2	1,5	2,4	-1,7	-0,2	1,0	1,1	1,2	1,5
Saldo público (acum., % PIB)	-10,6	-6,3	-5,5	-10,0	-10,6				

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS									
Dólar									
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,28	0,34	0,42	0,32	0,29	0,27	0,26	0,28
Líbor 12 meses	1,01	0,75	0,91	1,04	0,88	0,77	0,72	0,73	0,77
Deuda pública a 2 años	0,27	0,27	0,41	0,26	0,27	0,26	0,24	0,27	0,32
Deuda pública a 10 años	1,78	1,87	2,36	1,62	1,69	1,93	1,74	1,82	1,98
Euro									
Repo BCE	0,88	0,58	0,50	0,75	0,75	0,75	0,58	0,50	0,50
Euríbor 3 meses	0,57	0,20	0,20	0,36	0,20	0,21	0,20	0,20	0,20
Euríbor 12 meses	1,11	0,52	0,53	0,89	0,60	0,57	0,51	0,50	0,50
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,04	0,28	-0,01	0,01	0,11	0,01	0,01	0,01
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,32	1,60	1,42	1,42	1,51	1,25	1,25	1,25
TIPOS DE CAMBIO									
\$/euro	1,29	1,31	1,32	1,25	1,30	1,32	1,31	1,31	1,31
¥/euro	102,71	123,00	164,08	98,44	105,44	121,84	123,30	122,50	124,38
£/euro	0,81	0,86	0,85	0,79	0,81	0,85	0,85	0,86	0,85
PETRÓLEO									
Brent (\$/barril)	111,38	105,41	108,46	109,19	109,52	112,23	112,61	103,56	105,44
Brent (euros/barril)	86,61	80,27	82,04	87,21	84,40	85,03	78,71	78,97	80,21

Previsiones

MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados internacionales se enfrentan a nuevos contratiempos. Durante largo tiempo, la crisis de la eurozona constituyó un foco recurrente de sobresaltos, aunque por fortuna los desarrollos recientes indican que se encuentra bajo control, al menos provisionalmente. Hace solo un par de meses, la gran preocupación de los inversores era la posibilidad de una recaída económica en EE. UU., pero los últimos datos han sorprendido por su fortaleza. No obstante, mayo no ha sido momento para alegrías. El muro de preocupaciones que afrontan los inversores ha deparado dos nuevos obstáculos. Desde nuestra perspectiva, uno previsible y el otro no tanto, si bien ambos acabarán siendo superados.

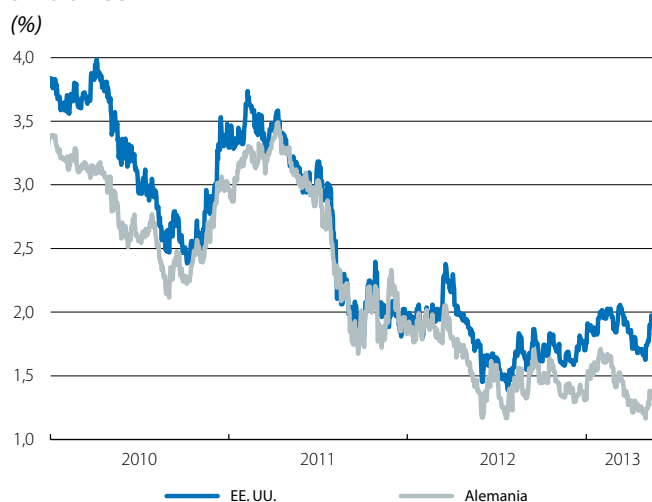
Se ha reabierto el debate sobre la «estrategia de salida» de la Reserva Federal (Fed). Conforme se ha ido alejando el temor a que EE. UU. pudiera volver a la recesión, y ante algunos signos de exuberancia en parcelas de los mercados de capitales, los propios miembros de la Fed se han encargado de reavivar la discusión sobre el tono de la política monetaria. El revuelo en torno a un eventual freno de los estímulos es una circunstancia que cabía esperar bajo el escenario que proyectamos de progresiva consolidación del crecimiento económico en EE. UU.

El ritmo de expansión de las economías emergentes está decepcionando. Los últimos datos que se han conocido en países clave como China o Brasil han sido más flojos de lo esperado, tanto por el consenso como por nuestra parte. De manera un tanto precipitada, han ganado predicamento mediático los análisis que lo interpretan no como un bache pasajero, sino como una nueva dinámica hacia ritmos más bajos e inestables de crecimiento tendencial.

Las *yields* de la deuda pública han aumentado y los activos con riesgo han sufrido. Estas pautas han sido particularmente visibles en la parte final del mes de mayo, tras la comparecencia de Ben Bernanke ante el Congreso el día 22, y la publicación un día después de un dato muy débil de confianza empresarial en el sector manufacturero chino. El cómputo mensual, sin embargo, es neutro para la mayoría de índices bursátiles. Algo similar ha ocurrido con otros activos de riesgo, tales como los bonos corporativos. Salvo en Japón, las volatilidades se mantienen controladas: han aumentado pero desde niveles anormalmente bajos y para situarse en cotas todavía moderadas.

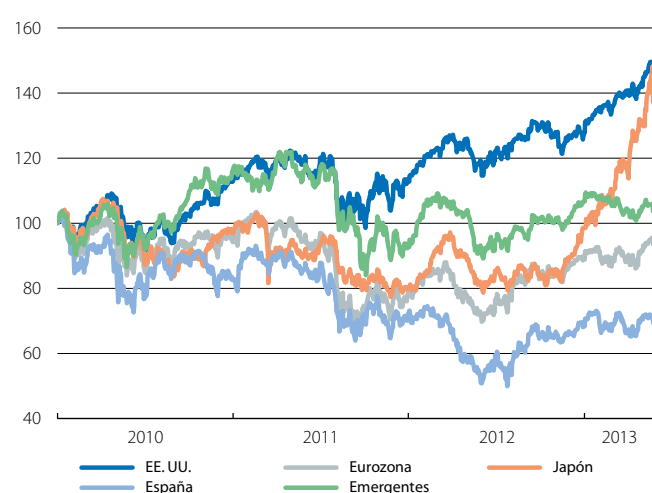
La Fed intentará evitar una escalada de la inestabilidad financiera. El aumento de las *yields* de los instrumentos de renta fija ha tenido alcance global, pero su fuente es común: el temor a que la Fed anuncie próximamente una reducción de sus compras mensuales de bonos. Algunos observadores creen que tal medida se podría anunciar ya en el próximo comité del 19 de junio. Consideramos que la probabilidad de que esto ocurra es baja, atendiendo a las condiciones económicas y financieras existentes. Por un lado, el ritmo de actividad económica efectivamente se está asentando, pero todavía es modesto y vulnerable. Además, la inflación y las expectativas de inflación se han movido a la baja últimamente

EE. UU. y Alemania: yields de la deuda pública a 10 años



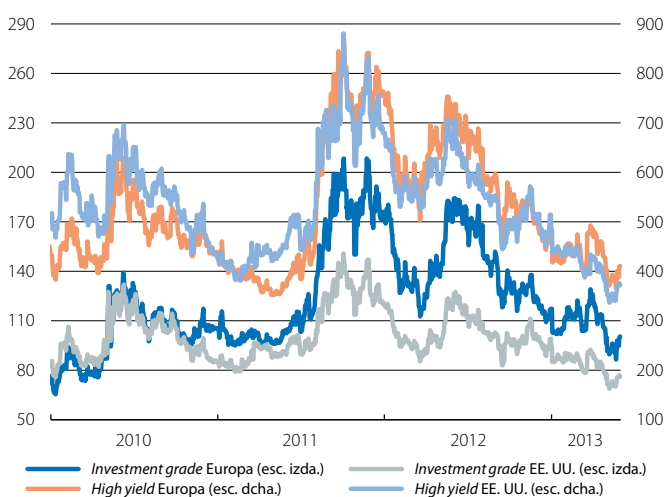
Fuente: Bloomberg.

Cotización de las principales bolsas internacionales (Enero 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Primas CDS de la deuda corporativa (Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

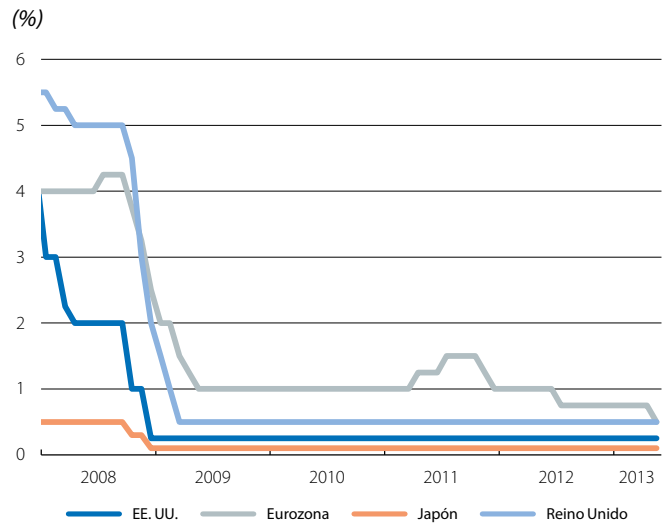
(lo que significa que el aumento de las *yields* ha sido por el componente real). Por su parte, los excesos en términos de cotizaciones y asunción de riesgos que se vislumbran en ciertos mercados (*junk bonds*, *dividend recapitalizations*, etc.) pueden aplacarse precisamente mediante las «intervenciones verbales» que prodigan los miembros de la Fed, además de la utilización de otros instrumentos específicos. La confirmación de menores compras de bonos podría dar pie, en estos momentos, a aumentos imprevisibles de las *yields*, con efectos desestabilizadores generalizados para los que la economía todavía no está preparada.

En definitiva, mantenemos la opinión de que la Fed seguirá prefiriendo errar por exceso de estímulos antes que por defecto, y procurará prolongar unas condiciones monetarias y financieras laxas (que lo seguirán siendo incluso cuando, ya si más adelante, se modere la compra de bonos). Bajo este entorno, el aumento de las *yields* en EE. UU. (con la consiguiente influencia sobre el resto de mercados) debería ahora frenarse, para reanudar la senda alcista dentro de unos meses, cuando el ritmo de crecimiento le proporcione adecuado sustento.

Las bolsas reciben por partida doble e interrumpen la senda de avance. Además del «efecto Fed» y el aumento de las *yields*, se han visto afectadas por los flojos datos económicos en los países emergentes, que constituyen la esperanza para el crecimiento global y, por ende, para las grandes empresas internacionales. En EE. UU., el S&P 500 estableció a mediados de mes un nuevo máximo histórico, entre señales claras de sobrecompra y exceso de optimismo en los indicadores de sentimiento de corto plazo, es decir, condiciones propicias para una corrección. Previsiblemente, este proceso correctivo se prolongará por algún tiempo (la estacionalidad juega ahora en contra), pero no debería dar pie a pérdidas de envergadura. Las bolsas emergentes han visto cómo el intento de asentar una tendencia alcista quedaba frustrado. Su situación es vulnerable hasta que el pulso económico en estos países recupere vigor, circunstancia que seguimos esperando para el tramo final del año. Entre tanto, la previsible aplicación de medidas de estímulo monetario y fiscal debería actuar como soporte de las cotizaciones.

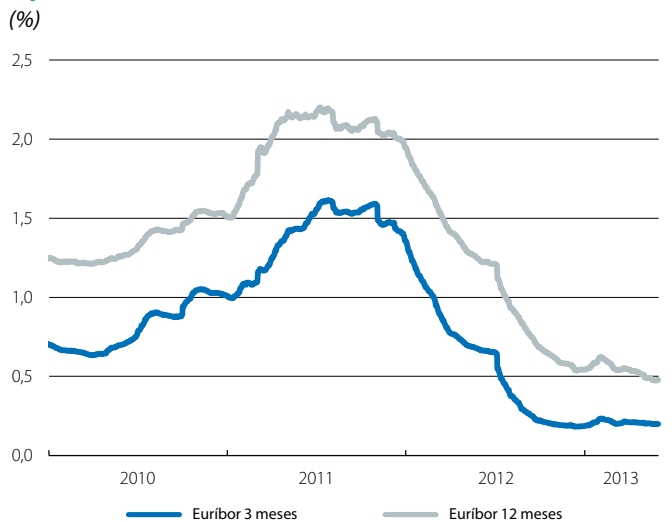
Las divisas emergentes se han depreciado y los precios de las materias primas han aflojado. Los dos efectos señalados anteriormente han tenido una incidencia notable sobre las monedas de países emergentes, superior a la percibida en sus bolsas o *spreads* de crédito. La caída ha sido generalizada, poniendo fin a una fase de estabilización al alza que duraba más de un año. Como con las bolsas, las perspectivas de corto plazo no permiten descartar nuevas caídas, pero a medio plazo la senda apunta en el sentido de apreciación frente al dólar y el euro, sobre la base de los fundamentos económicos relativos. El yuan chino ha sido una excepción al prolongar la pauta de lenta pero firme apreciación, confirmando la determinación de las autoridades chinas con el cambio de modelo económico. El cruce entre el dólar y el euro se ha mantenido estable. Las cotizaciones de las materias primas se han mostrado débiles, pero los retrocesos han sido modestos. El petróleo Brent se ha situado en el nivel de 100 dólares por barril, mientras la OPEP ha anunciado que mantiene sin cambios las cuotas de producción.

Países desarrollados: tipos de interés oficiales



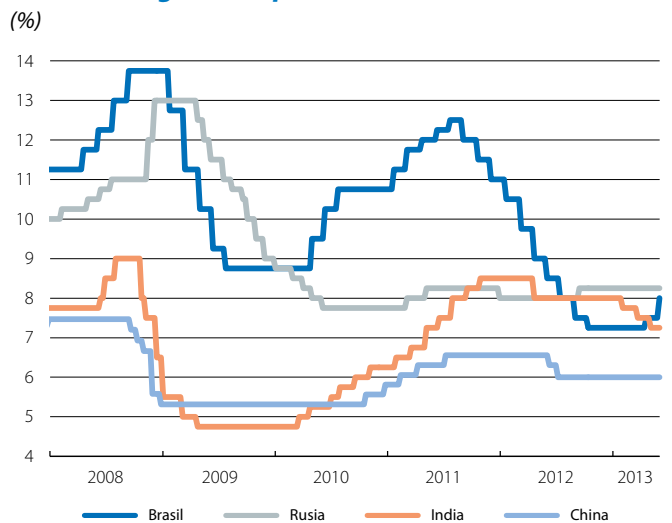
Fuente: Bloomberg.

Tipos de interés euríbor



Fuente: Bloomberg.

Países emergentes: tipos de interés oficiales



Fuente: Bloomberg.

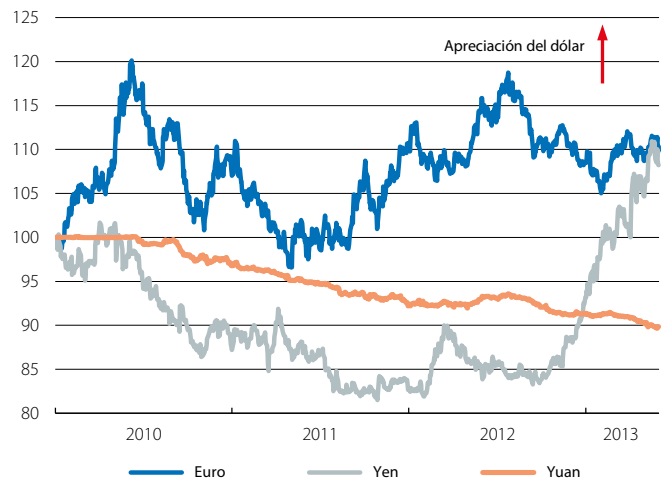
Japón experimenta una fuerte volatilidad en el mercado de bonos, el yen y la bolsa. La inestabilidad del yen (que se ha apreciado) y las acciones (que han retrocedido) parecen correcciones lógicas tras los rápidos e ininterrumpidos movimientos que tuvieron lugar en los meses previos. Sin embargo, la inestabilidad en el mercado de bonos es más intrigante. La interpretación benévola es que responde a factores técnicos pasajeros. Otra, más preocupante, considera que es reflejo de la pérdida de confianza de los inversores en la eficacia del *Abenomics*. Apelando a la primera, que ciertamente parece más plausible, el Banco de Japón comunicó que incrementará la frecuencia de sus compras de bonos a fin de estabilizar el mercado.

La crisis de la eurozona atraviesa una etapa de tregua, pero la resolución no está asegurada. La cotización del euro, los *spreads* soberanos de la periferia, así como las primas de riesgo de los bonos bancarios se han mantenido relativamente firmes a pesar del aumento de la inestabilidad global. En concreto, el diferencial español frente a Alemania a 10 años ha fluctuado en un estrecho rango alrededor de los 290 puntos básicos. El leve deterioro que ha tenido lugar en la parte final del mes obedece a los factores externos antes mencionados, y no a un deterioro de las condiciones internas.

Los inversores acogen favorablemente las actuaciones políticas, algunas ya efectivas y otras esperadas. Por un lado, la reorientación hacia «más reformas y menos austeridad» en el diseño de la política económica parece contar con el beneplácito del mercado, al menos de entrada. En segundo término, la continuidad de los avances hacia una UEM reforzada institucionalmente apuntala la percepción de la irreversibilidad del euro. En este frente se aproxima una cita clave: el Consejo Europeo del 27 de junio, que debe dar un impulso definitivo a la unión bancaria. También se acerca ya el periodo preelectoral en Alemania (los comicios serán en septiembre). Por último, sigue viva la confianza en las medidas del BCE. En mayo recortó el tipo oficial hasta el 0,50%, y ahora se espera la utilización de instrumentos no convencionales que permitan mejorar la financiación de las pymes. La próxima reunión del Consejo de Gobierno será el 6 de junio.

Todos estos esfuerzos podrían ser baldíos si no mejora la actividad económica. De entrada, podrían reaparecer las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en algunos países. Por desgracia, España no está entre los mejor colocados ahora que la ratio de deuda sobre el PIB roza el 90% y el objetivo de déficit es del 6,5%. Además, las tensiones sociales aumentarían, no ya en la periferia sino en países del centro como Francia, poniendo de nuevo a prueba el compromiso político con el euro. Bajo nuestro escenario de recuperación gradual tanto en el conjunto de la región como en España, que ya pronto empezará a ser perceptible, estos riesgos no se materializarán, y las pautas básicas de los mercados serán benignas en lo que resta de año: estabilidad de los tipos monetarios (el euríbor a 12 meses se ha situado ligeramente por debajo del 0,50%), de las *yields* alemanas y del euro, junto a la reanudación de la tendencia alcista de las bolsas.

Cotización del euro, el yen y el yuan frente al dólar
(Enero 2010 = 100)



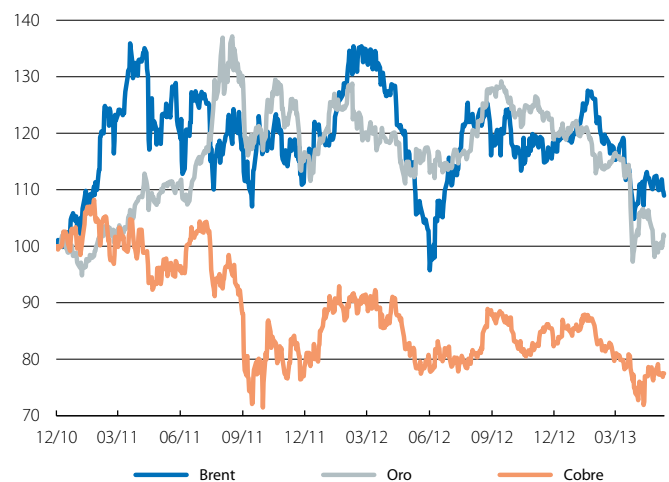
Fuente: Bloomberg.

Primas CDS de la deuda pública
(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Evolución del precio del petróleo, el oro y el cobre
(Diciembre 2010 = 100, dólares)



Fuente: Bloomberg.

FOCUS · (Re)integración financiera en la eurozona

Uno de los principales logros del euro, la integración financiera, se ha roto. Con el estallido de la crisis de la deuda soberana, las condiciones de acceso al crédito han vuelto a depender, en gran medida, de la procedencia geográfica de los agentes económicos. Es decir, la dispersión de las condiciones crediticias entre países ha aumentado y los mercados monetarios y de deuda europeos se han renacionalizado. Analizar las razones de fondo que han provocado esta fragmentación financiera es clave para entender sus implicaciones y las posibles soluciones a largo plazo.

Las condiciones crediticias de los préstamos bancarios inferiores a un millón de euros, los más utilizados por las pymes, son las que muestran una mayor dispersión. Entre enero de 2010 y enero de 2012, el tipo de interés de los nuevos préstamos a pymes en los países periféricos aumentó en 1,7 puntos porcentuales, mientras que en los países del centro el incremento fue de solamente 0,3 puntos. Es cierto que, en parte, esta dispersión en los tipos de interés refleja el riesgo de crédito de prestar a empresas localizadas en países que sufren una recesión más severa. Pero también es debida al mayor coste de financiación que soportan los bancos en la periferia a causa de la crisis de la deuda soberana. Desde principios de 2010, cuando se agudizó la crisis griega, las *yields* de la deuda soberana se incrementaron, primero en Grecia y después en el resto de países periféricos, por los temores de una ruptura del euro. Las consecuencias para el sector bancario fueron inmediatas: cada vez era más difícil obtener financiación en los mercados y, en caso de conseguirla, su coste era notablemente superior. Solamente el recurso al BCE solventó las necesidades de liquidez más apremiantes. Ello acabó afectando tanto a la actividad bancaria como a la empresarial, deteriorando aún más una actividad económica que ya se encontraba muy deprimida.

El camino hacia la reintegración financiera debe iniciarse cuanto antes, pero no es sencillo. Primero es necesario restaurar las fuentes de financiación bancaria en los países periféricos. En este sentido, los avances para crear la unión bancaria son decisivos. Por el momento, el anuncio por parte del BCE en agosto de 2012 del programa OMT, ha alejado el riesgo de ruptura del euro. Como resultado, las tensiones en los mercados financieros han menguado considerablemente: se han reabierto los mercados de deuda bancaria en los países periféricos, los bancos han reducido su dependencia de la financiación del BCE, y las *yields* de deuda pública han bajado notablemente. Estas mejoras se están transmitiendo, poco a poco, a las condiciones de financiación de las pymes: entre agosto de 2012 y marzo de 2013 el tipo de interés de los préstamos bancarios inferiores a un millón de euros se ha reducido 0,2 puntos, tanto en la periferia como en el centro.

A pesar de estas mejoras, el acceso a la financiación sigue siendo un problema para el tejido productivo de la periferia. Concretamente, un 22% de las pymes en países periféricos señalan el acceso a la financiación como su principal problema, frente a solamente un 11% en el centro. Recuperar la confianza en el proyecto europeo dependerá de los avances que se produzcan en materia institucional, y todo apunta a que este proceso será lento. Mientras esto no se consiga, el acceso del sector bancario de la periferia a fuentes de financiación estables y a un precio razonable, no se normalizará completamente. Medidas que ayuden a hacer este proceso de transición más llevadero son, por lo tanto, imprescindibles (véase Focus «¿Se adentrará el BCE en aguas desconocidas?» para un análisis de las distintas medidas que podría tomar el BCE).

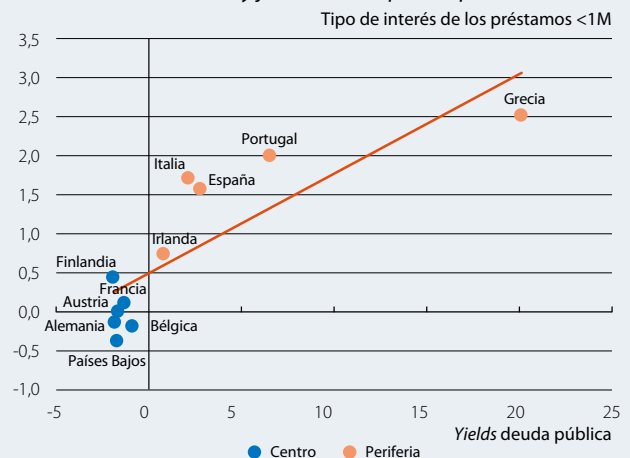
Tipo de interés de los préstamos bancarios inferiores a un millón de euros



Fuentes: BCE y elaboración propia.

Relación entre las yields de la deuda pública y el tipo de interés de los préstamos bancarios inferiores a un millón de euros

Var. entre enero de 2010 y julio de 2012 (puntos porcentuales)



Fuentes: BCE y elaboración propia.

FOCUS · Las emisiones de bonos corporativos se recuperan en la periferia de la eurozona

Julio de 2012 marcó el inicio de una etapa de mejora sostenida en la crisis de la eurozona. El detonante fueron las palabras de Mario Draghi afirmando con tono rotundo que el BCE estaba dispuesto a realizar «lo que fuera necesario» para garantizar la irreversibilidad del euro. Durante los meses siguientes, las primas de riesgo soberano en los países de la periferia europea han tendido a la baja.

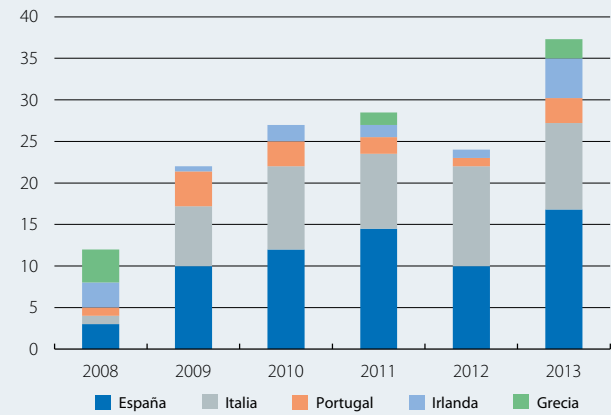
Esta importante caída de los diferenciales ha sido determinante para la reapertura de una ventana de emisión de bonos corporativos en los países periféricos, que todavía se mantiene abierta. En conjunto, las compañías de España, Italia, Irlanda, Grecia y Portugal han emitido bonos por más de 37.000 millones de dólares entre enero y mayo de 2013, un incremento cercano al 55% respecto al mismo periodo de 2012. A nivel de países, las empresas españolas están siendo las más activas de este grupo, emitiendo el 45% del total. Las compañías italianas se sitúan en segundo lugar con un 28%. Aunque las emisiones por parte de las firmas irlandesas solo representan un 13% del total, es destacable que la cuantía colocada en los mercados en 2013 es casi cuatro veces mayor a la de 2012.

Para el conjunto de la eurozona, las cifras a nivel sectorial muestran que las empresas no financieras han emitido por importe de 154.000 millones de dólares en los cuatro primeros meses de 2013, un 11% más que en el mismo periodo de 2012. Sin embargo, las entidades financieras han emitido un 24% menos que un año antes, alcanzando una cuantía próxima a los 126.000 millones de dólares.

Este descenso responde a factores ligados tanto a la oferta como a la demanda. En primer lugar, el conjunto de entidades europeas sigue inmerso en un proceso de desapalancamiento que pasa por la contención del tamaño del balance y amortigua, por tanto, las necesidades de financiación. En segundo término, el retroceso interanual es fruto del volumen excepcionalmente elevado de principios de 2012. En aquellas fechas, el BCE acababa de poner en marcha las operaciones de préstamos a 3 años. Los bancos europeos, además de acudir masivamente al ofrecimiento del BCE, aprovecharon la rápida mejora de las condiciones del mercado para emitir bonos profusamente. El resultado fue la acumulación de un exceso de recursos que mitiga ahora la apelación al mercado de capitales. Por otro lado, con motivo de la crisis chipriota, cobró protagonismo mediático el debate sobre las normas para futuras crisis bancarias, en particular las referidas al denominado *bail-in*. El apetito inversor por los bonos bancarios se redujo, las primas de riesgo aumentaron y el incentivo a emitir menguó. Afortunadamente, el efecto Chipre ha resultado pasajero, de modo que las condiciones de los mercados de financiación están volviendo a la normalidad.

Europa periférica: emisión de bonos corporativos

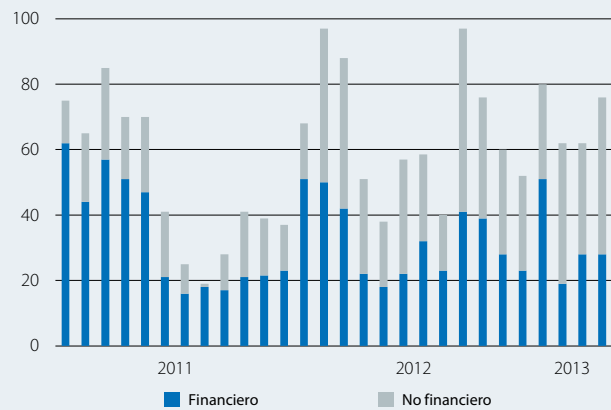
Periodo 1 enero - 16 mayo (miles de millones de dólares)



Fuente: Dealogic.

Eurozona: nuevas emisiones de deuda corporativa

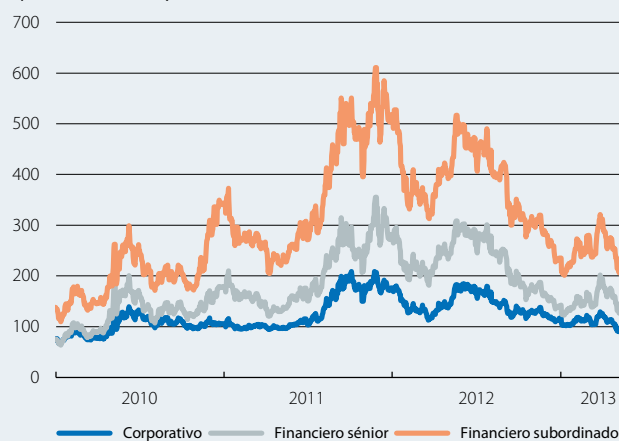
(Miles de millones de euros)



Fuentes: Fitch y Bloomberg.

Primas de riesgo CDS por sectores

(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

Tipos de interés (%)

	31-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Repo BCE	0,50	0,75	-25	-25	-50
Euríbor 3 meses	0,20	0,21	-1	1	-47
Euríbor 12 meses	0,48	0,51	-3	-6	-75
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,01	0,01	0	-13	-2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,07	0,01	6	9	6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,51	1,22	29	19	33
Deuda pública a 10 años (España)	4,44	4,14	30	-82	-208
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	293	292	2	-101	-241
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0	0
Líbor 3 meses	0,28	0,27	1	-3	-19
Líbor 12 meses	0,69	0,70	-1	-15	-38
Deuda pública a 1 año	0,13	0,10	3	-1	-4
Deuda pública a 2 años	0,29	0,21	8	5	5
Deuda pública a 10 años	2,13	1,67	46	39	69

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	31-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	103	96	7	-14	-80
Itraxx Financiero Sénior	147	146	1	5	-155
Itraxx Financiero Subordinado	212	235	-23	-23	-284

Tipos de cambio

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,300	1,317	-1,3	-1,3	4,1
¥/euro	130,640	128,320	1,8	-12,4	-25,0
£/euro	0,855	0,848	0,9	-5,0	-4,9
¥/\$	100,450	97,450	3,1	-13,5	-21,9

Materias primas

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	472,9	478,3	-1,1	-2,3	0,1
Brent (\$/barril)	100,0	101,8	-1,7	-10,7	1,2
Oro (\$/onza)	1.387,9	1.476,8	-6,0	-16,7	-14,1

Renta variable

	31-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.630,7	1.597,6	2,1	14,3	27,6
Eurostoxx 50	2.769,6	2.712,0	2,1	5,1	33,9
Ibex 35	8.320,6	8.419,0	-1,2	1,9	37,2
Nikkei 225	13.774,5	13.860,9	-0,6	27,6	57,1
MSCI emergentes	1.008,9	1.039,5	-2,9	-4,4	12,9
Nasdaq	3.455,9	3.328,8	3,8	14,5	25,8

ECONOMÍA INTERNACIONAL

El bache del tramo final del primer trimestre se está superando. Globalmente, los indicadores de actividad de marzo fueron peor de lo esperado y suscitaron dudas sobre la evolución futura de la economía mundial. Sin embargo, los datos de abril, de tono positivo, han tendido a disipar, en gran medida, dichas dudas. Mantenemos, pues, nuestro escenario central de previsiones que contempla un 2013 en leve mejora respecto a 2012 y un 2014 más claramente expansivo.

ESTADOS UNIDOS

Repunte del PIB en el primer trimestre, apoyado en el consumo privado y las existencias. Aun así, el avance (0,6% intertrimestral, 1,8% interanual) quedó algo por debajo de lo esperado por el fuerte descenso del consumo público. De cara al segundo y tercer trimestres, prevemos una moderación del crecimiento anticipando un mayor impacto de las reducciones de gasto automáticas derivadas del *sequester*. A pesar de ello, la composición del dato de PIB, con un consumo privado significativamente mejor de lo previsto y con una inversión productiva que mantiene parte del repunte previo, nos lleva a mantener nuestras previsiones, con un avance esperado del 2,0% y el 2,8% para el conjunto de 2013 y 2014, respectivamente.

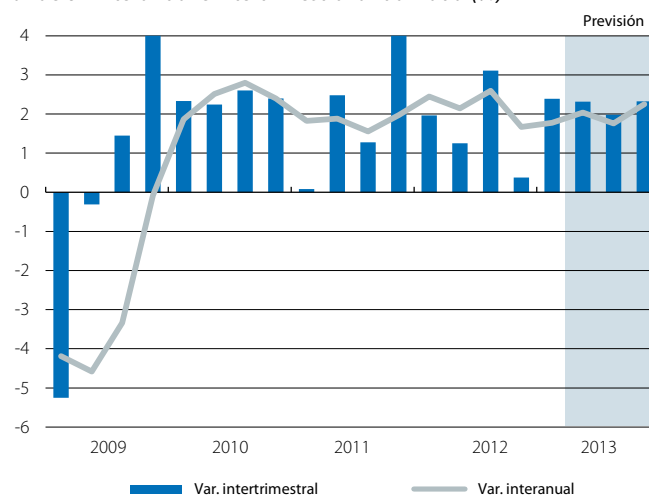
El consumo privado aportó, en términos absolutos, un 90% del crecimiento económico del primer trimestre, pero tenderá a perder parte del vigor, ya que su repunte se atribuye, en buena medida, a un aumento puntual de los ingresos combinado con un menor ahorro. Con todo, las condiciones financieras favorables y el fondo de resistencia que muestran los últimos indicadores apuntan a avances cercanos al 2,0% en términos anuales.

La inversión productiva perdió parte del repunte del trimestre anterior pero debería ir a más, apoyada en unos beneficios empresariales que en diciembre de 2012 volvieron a alcanzar su máximo histórico (12,7% del PIB) y en que se mantiene por debajo de los niveles precrisis. En lo relativo a la inversión residencial, prevemos que siga contribuyendo positivamente al crecimiento, beneficiándose de la menor sobreoferta de vivienda. Asimismo, es de esperar que la menor aportación de la acumulación de existencias se compense por menores descensos del consumo gubernamental.

El empleo sorprende en positivo en abril, con una inesperada reducción de la tasa de paro hasta el 7,5%, pero su recuperación sigue siendo lenta e impone el mayor riesgo sobre el crecimiento. Uno de los aspectos que está lastrando la evolución laboral es la reducida tasa de ocupación (la proporción de personas que están trabajando respecto a la población mayor de 16 años, que está en el 58,6%), que sigue 4,8 puntos porcentuales por debajo del inicio de la crisis, a causa del aumento de los desanimados, que no constan como parados. Asimismo, la históricamente elevada proporción de parados de larga duración, de más difícil inserción en el mercado laboral, es un lastre adicional.

EE. UU.: PIB

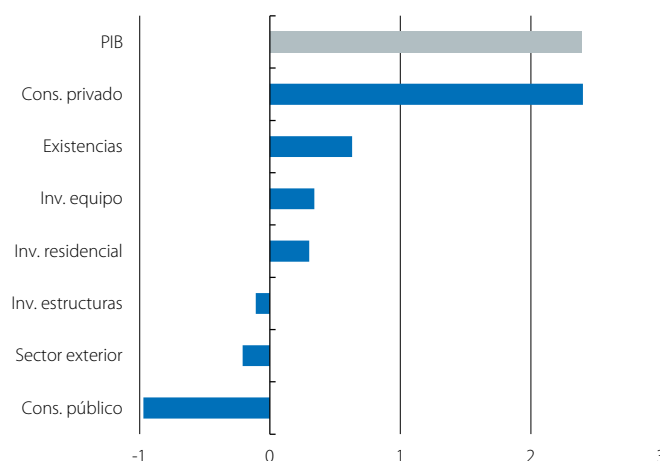
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

EE. UU.: PIB

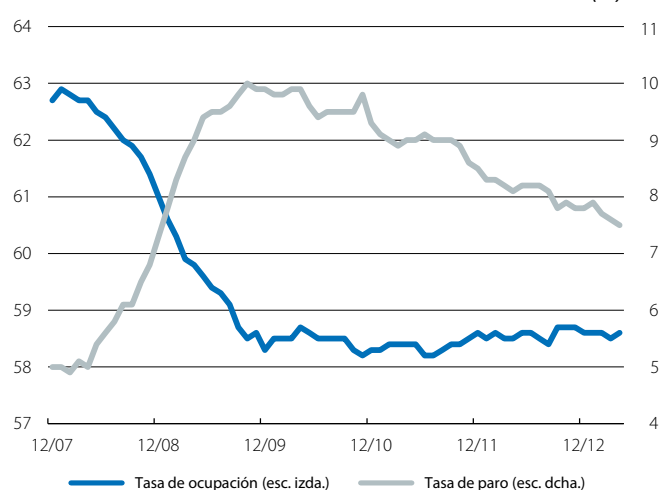
Contribución a la variación intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y elaboración propia.

EE. UU.: empleo

(%)



Fuentes: Department of Labor y elaboración propia.

Indicadores al alza a principios del segundo trimestre. Los datos de actividad de marzo fueron más débiles de lo previsto. Sin embargo, las cifras de abril, positivas en términos generales, sugieren que la tendencia de fondo sigue siendo la recuperación. Cabe destacar el buen tono de las ventas minoristas y de la confianza de los consumidores de abril, que confirma el vigor del consumo. Dicha tendencia se está viendo apoyada por la ausencia de tensiones inflacionistas apreciables. El matiz a estos datos positivos lo proporcionó la confianza de los empresarios, que retrocedió levemente en abril.

JAPÓN

Japón deja atrás la recesión con un avance del 0,9% intertrimestral en el primer trimestre, un 3,5% en términos anuales, y pasa a ser la economía avanzada que más crece; todo un espaldarazo a la política expansiva del primer ministro Shimzo Abe, que ha venido a conocerse como *Abenomics*, y que se instrumenta en tres pilares: expansión monetaria, más gasto público y reformas estructurales. El avance del primer trimestre se basó en un consumo privado robusto —que seguirá beneficiándose de estímulos fiscales a lo largo de 2013— y en unas exportaciones que avanzaron un 16,0% intertrimestral en términos anualizados, alentadas por la depreciación del yen.

Nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2013 sube de 1,4% a 1,6%, ya que, si bien el dato estuvo en línea con nuestras expectativas, este vino acompañado de una revisión alcista de los dos trimestres anteriores. Nuestro escenario contempla que la expansión continuará en 2014, ya que los efectos de la expansión cuantitativa del Banco de Japón, que duplicará la base monetaria entre febrero de 2013 y diciembre de 2014, deberían prolongarse hasta bien entrado el próximo año. Asimismo, el yen todavía tiene recorrido a la baja, lo que seguirá beneficiando a las exportaciones. Sin embargo, si nada lo remedia, en abril de 2014 está previsto que el impuesto sobre el consumo pase del 5% al 10%, una medida que va en contra de la lógica expansiva del *Abenomics* y a la que, por lo tanto, otorgamos escasa probabilidad de que se aplique en su totalidad.

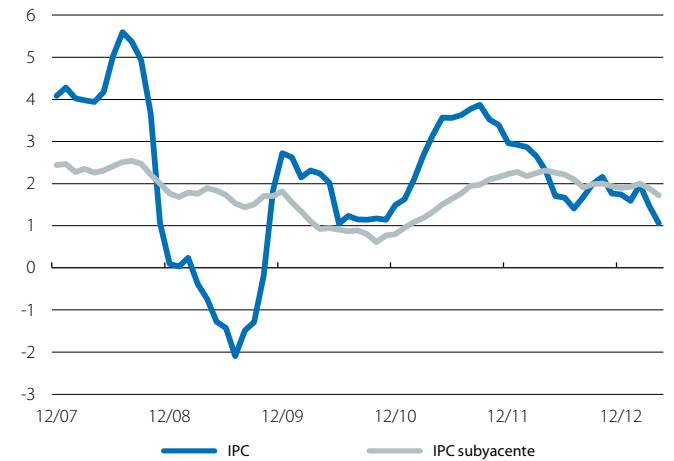
Los datos del segundo trimestre confirman la continuidad de la recuperación. La evolución de la confianza del consumidor, que en abril supera el registro del promedio del primer trimestre, avala que el gasto de los hogares podría mantener un ritmo de crecimiento similar al del primer trimestre. Del mismo modo, también parece mantenerse el impulso exportador, como atestiguan las buenas cifras de abril. Con todo, la recuperación de la demanda interna también está propulsando las importaciones.

ECONOMÍAS EMERGENTES

Las economías emergentes exhiben ritmos de actividad dispares. A pesar de que a nivel general los últimos indicadores sugieren que el bache de actividad de marzo ha tendido a revertirse en abril, lo cierto es que el tono de la actividad es distinto en función de la región de la que hablemos. Asia oriental se mantiene como la zona más dinámica del globo, como atestiguan los buenos datos de China de abril (comercio exterior,

EE. UU.: IPC

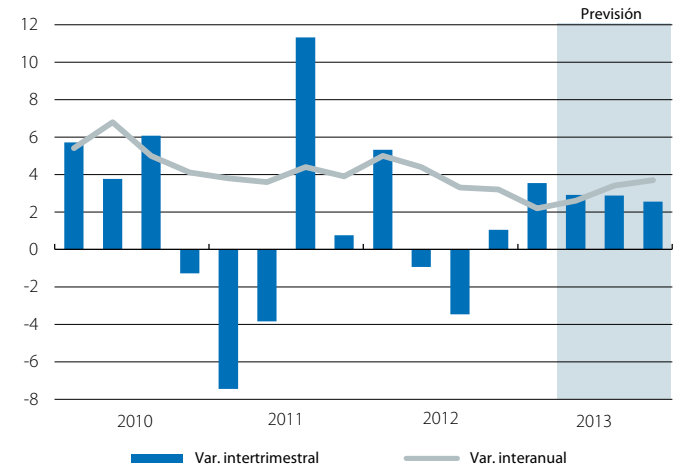
Variación interanual (%)



Fuentes: Department of Commerce y elaboración propia.

Japón: PIB

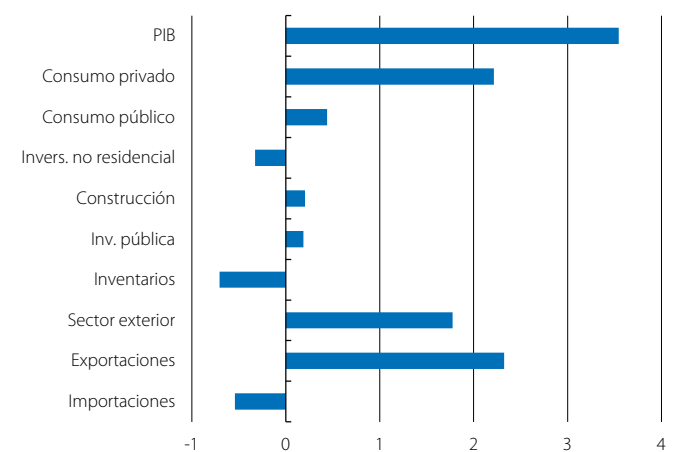
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.

Japón: PIB

Contribución a la variación intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.

producción industrial y ventas al por menor). Con todo, algunos países, como Corea y Taiwán, se están resintiendo de la pérdida de competitividad internacional que resulta de la apreciación de sus divisas frente al yen japonés.

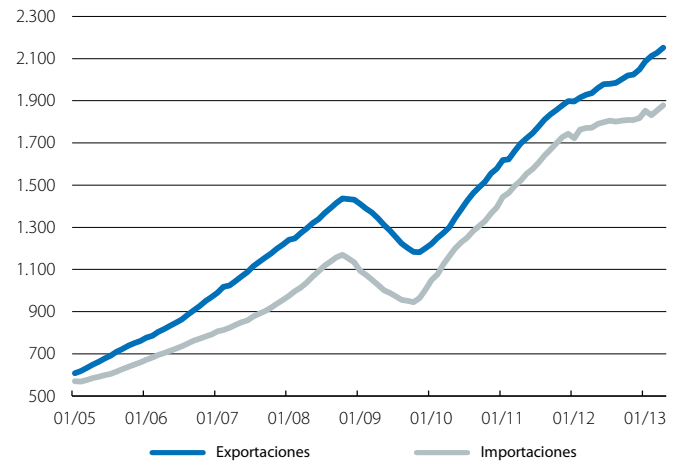
América Latina sufre doblemente de la dependencia de EE. UU. y China. Aunque tanto EE. UU. como China se alejan de registros relativamente débiles en trimestres anteriores, lo cierto es que el bache suave que sufrieron ambas economías ha lastrado a las economías latinoamericanas más dependientes de la compra de materias primas por parte de China (situación de Brasil, por ejemplo) o más vinculadas con el ciclo manufacturero de EE. UU. (sería el caso de México). En este último país, el dato del PIB del primer trimestre decepcionó con un crecimiento de 0,8% interanual. Aunque la cifra está afectada por efectos desfavorables de base y de calendario (sin ellos la tasa resultante es del 2,2% interanual), creemos que también se ha visto lastrada por el crecimiento mínimo de EE. UU. en el cuarto trimestre de 2012.

Por lo que se refiere a Brasil, su crecimiento en el primer trimestre fue algo menor de lo previsto, con un avance interanual del 1,9%, debido a un comportamiento del consumo y las exportaciones peor de lo esperado. Con todo, cabe mencionar que también se ha registrado un importante aumento de la inversión, del 4,6% interanual, una buena señal para el crecimiento futuro.

En este contexto, los países emergentes con menor ritmo de actividad siguen apostando por apoyar su coyuntura mediante el recurso de una política económica expansiva. En particular, muchos de ellos (como, por ejemplo, India, Turquía o Corea) han rebajado su tipo de interés de referencia en las últimas semanas, tendencia que prevemos que se mantenga en el corto plazo. La situación de la inflación, relativamente contenida en algunas de estas economías gracias a la reducción de los precios de la energía internacional, facilita primar el crecimiento mediante la política monetaria. Entre los países que escapan a esta tendencia destaca Brasil. A pesar de la desaceleración de su economía, persisten las tensiones inflacionistas, situación que ha motivado la subida de 50 puntos básicos del tipo de referencia, hasta el 8%. Se trata de un movimiento de mayor intensidad de lo esperado, aunque creemos que tendrá continuidad con al menos una subida más en el año.

Adicionalmente, algunos países entienden que el apoyo definitivo al crecimiento exige mantener o impulsar la agenda de reformas estructurales. En ese sentido, el ejemplo más ambicioso en la actualidad es, probablemente, el de México. Tras la aprobación de las reformas laboral, educativa y de telecomunicaciones, a principios de mayo se presentaron las directrices de una reforma bancaria que tiene como principal objetivo dinamizar el crédito privado. En sentido opuesto, el caso de India, cuyo crecimiento se ha deslizado hacia la zona del 5% (4,8% interanual en el primer trimestre de 2013), muy alejado del ritmo de crecimiento del 8% de años anteriores, recuerda que el avance sostenible de la actividad depende críticamente de profundizar en las reformas estructurales pendientes (infraestructuras, regulatorias, financieras, etc.) y en la contención de la deuda pública (66,8% del PIB en 2012).

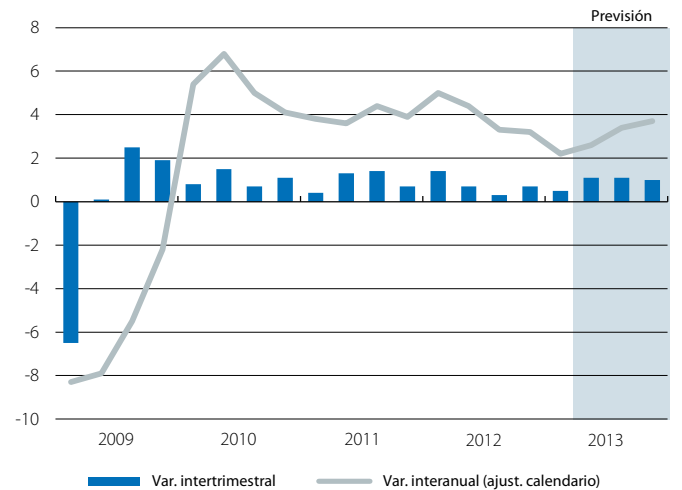
China: exportaciones e importaciones de bienes
(Miles de millones de dólares, acumulado de 12 meses)



Fuentes: FMI y elaboración propia.

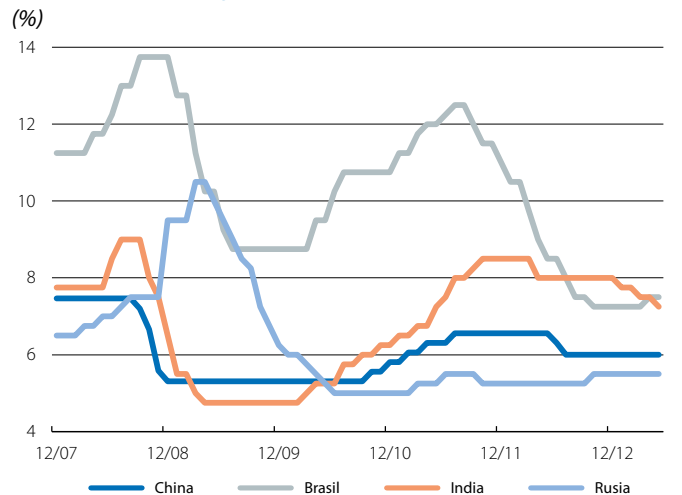
México: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

Economías emergentes: tipo de intervención (%)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

FOCUS · Estados Unidos: ¿consolidación sostenible?

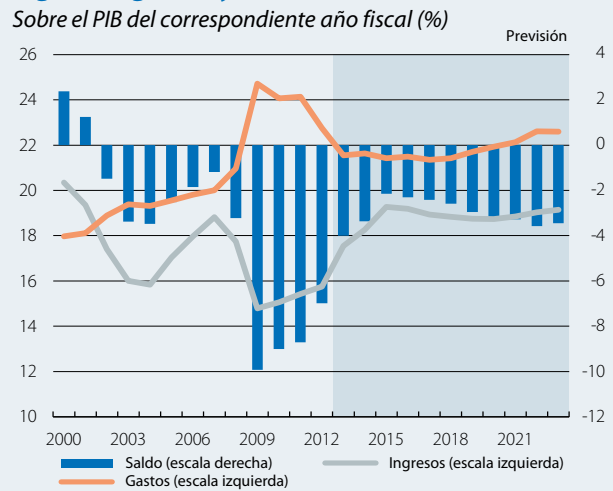
Según el Congressional Budget Office (CBO), el déficit federal se reducirá más rápido de lo previsto. Tras la evolución positiva de los últimos meses, espoleada por el fin de las exenciones sobre las nóminas y cierto trasvase de ingresos de 2013 a 2012 por parte de los hogares con mayores rentas, la Oficina de Presupuestos del Congreso estima que los ingresos federales subirán un 15% en 2013⁽¹⁾, hasta el 17,5% del PIB. Por su parte, los gastos bajarían un 2,3%, hasta el 21,5% del PIB, reflejando el ajuste automático derivado del famoso *sequester*. La mejora en ambos flancos, que proseguiría en 2014, permitiría reducir el déficit federal del 7,0% del PIB en 2012 al 4,0% en 2013, acercándose al 3,4% en 2014. En el corto plazo, dicha perspectiva de corrección es bienvenida. No solo porque indica que la consolidación fiscal avanza sino, también, porque alivia las tensiones en torno al límite de la deuda, prorrogando la fecha crítica de agosto a octubre. Con todo, ello no resuelve el problema de la sostenibilidad de la deuda federal estadounidense en el largo plazo.

De seguir con las políticas actuales, el CBO prevé que los ingresos sigan aumentando hasta acercarse al 19% del PIB en 2023, gracias al fin de las deducciones por depreciación y al gradual fortalecimiento de la base imponible de salarios y beneficios a raíz de la mejoría económica. Sin embargo, la corrección del gasto federal, excluyendo el pago de intereses, se frena en un relativamente contenido 19,4% del PIB en 2023 (21,3% en 2012). A partir de ahí, acusando el envejecimiento de los *baby-boomers* y su impacto sobre el Medicare (seguro médico y asistencia sanitaria a mayores de 65 años), aumentaría hasta el 26,1% del PIB en 2037 y el 32,6% en 2087. De este modo, la progresión de los ingresos resultaría insuficiente para compensar la escalada del gasto, llevando la deuda federal hasta un alarmante 200% del PIB en 2037.

Hay solución, pero exige trazar un plan de sostenibilidad a largo plazo y ponerse de acuerdo en si se reducen gastos, se suben impuestos o algo a medias. La reducción de las prestaciones es complicada. Sin embargo, hay margen de mejora en eficiencia sanitaria (EE. UU. gasta un 17,4% en sanidad, pública y privada, cuando la media de la OCDE es del 9,6%). También lo hay para subidas impositivas (sobre todo sobre el consumo y los impuestos verdes): los impuestos representaban, en 2010, un 25% del PIB frente al 36,1% de Alemania y el 34,9% de Reino Unido. Por otra parte, la eliminación del complicado sistema de deducciones introduciría simplicidad y aumentaría la recaudación sin necesidad de subidas del tipo impositivo. La solución, pues, yace en los pasillos del Congreso.

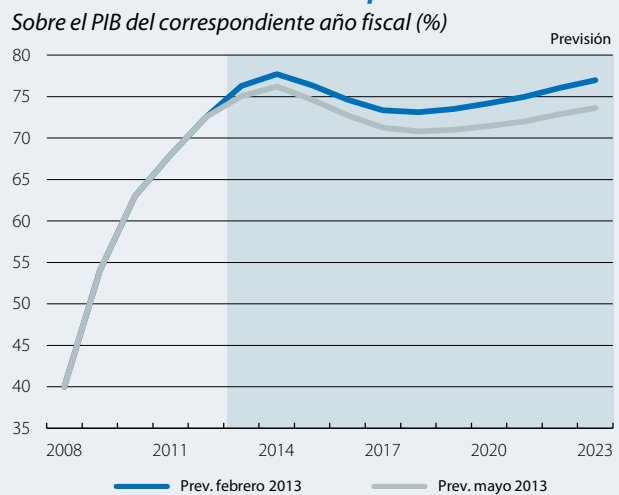
(1) Todos los años se refieren a «año fiscal», que en EE. UU. va de septiembre a septiembre.

Ingresos, gastos y saldo federal



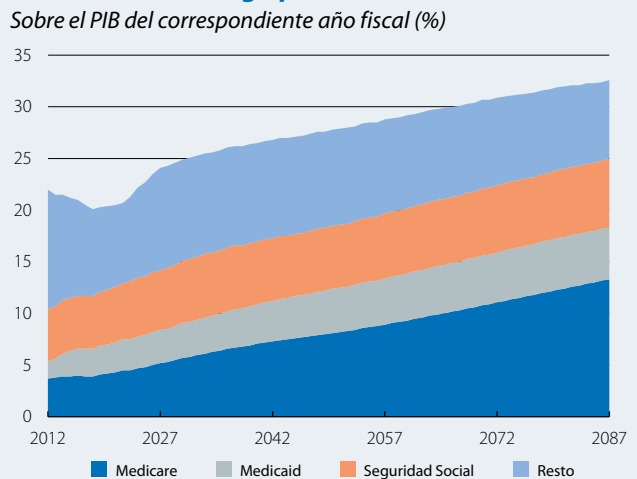
Fuentes: CBO y elaboración propia.

Deuda federal en manos del público



Fuentes: CBO y elaboración propia.

Gasto federal a largo plazo



Nota: Medicaid: asistencia sanitaria a hogares de rentas bajas.

Fuentes: CBO y elaboración propia.

FOCUS · **Abenomics: ¿solución o parche?**

En noviembre, Shimzo Abe tomó las riendas de un Japón sumido en la recesión, en una sempiterna deflación y con visos de perder toda ventaja competitiva en el mercado asiático. Seis meses más tarde, su economía lidera el *ranking* de crecimiento entre las avanzadas, ha revisado al alza su senda de PIB nominal y el yen en mínimos ha repuesto parte de la competitividad perdida. ¿La clave? Ni es un secreto, ni una receta mágica: es el *Abenomics*, una combinación de políticas económicas —fiscal, monetaria y de oferta— impulsadas por el nuevo Gobierno que pretenden sacar a la economía japonesa del pozo de la deflación y relanzar su potencial de crecimiento. ¿Funcionará?

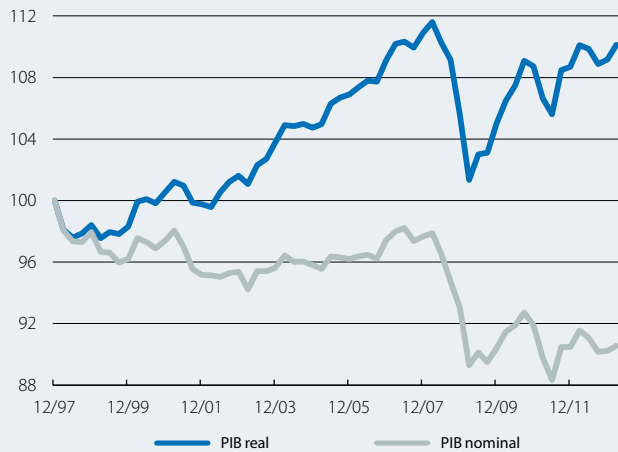
Hoy por hoy, es obvio que ha surtido efecto. Para empezar, ha dado un impulso a la confianza de los consumidores japoneses que explica, en gran medida, el buen dato de crecimiento del primer trimestre. Por otra parte, la expectativa de expansión monetaria del Banco de Japón (primer pilar del *Abenomics*) que planea llevar la base monetaria del 29,4% del PIB al 57,3% en diciembre de 2014, se ha traducido en una depreciación del yen, desde octubre, del 23% respecto al dólar y del 21% respecto al won y el dólar taiwanés. Ello ha dado alas a la exportación de bienes, aunque a costa de sus principales competidores asiáticos y de alentar el temor a una guerra de divisas. En su empujón al crecimiento, consumo y exportación hallarán pronto respaldo en un incremento del gasto público del 2,2% del PIB (segundo pilar del *Abenomics*).

Con todo, aun siendo efectivas en el corto plazo, las políticas de demanda difícilmente impulsarán por sí solas el crecimiento en el largo plazo. Ello exige actuar sobre los problemas de fondo que atenazan la economía japonesa y que derivan en un pobre crecimiento, unas finanzas públicas insostenibles (la deuda supera el 235% del PIB) y una gradual erosión del superávit por cuenta corriente. Esos talones de Aquiles son dos: una demografía envejecida y un exceso de ahorro empresarial. A corto plazo, la depreciación del yen permite mejorar el superávit corriente y canalizar parte del excesivo ahorro empresarial hacia el exterior mientras que los tipos reales negativos ayudan a canalizar otra parte hacia la inversión interior. Sin embargo, no será suficiente para absorber un ahorro empresarial que se estimaba en el 29,5% del PIB en 2011. De ahí que el éxito del *Abenomics* dependa, crucialmente, de la correcta administración de su tercer pilar: las reformas estructurales.

Dichas reformas deben desincentivar el excesivo ahorro empresarial —con medidas como una menor tributación de los dividendos, incentivos a la inversión o un mayor poder a los accionistas—. Asimismo, deben adecuar las finanzas públicas a la realidad demográfica y mitigar, en lo posible, el impacto del envejecimiento poblacional sobre la tasa de actividad —impulsando, por ejemplo, la participación femenina—.

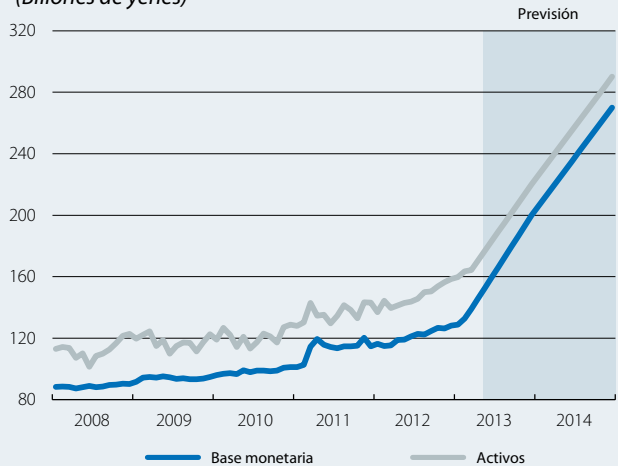
Japón: PIB real y nominal

Evolución del PIB real y nominal (diciembre 1997 = 100)



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.

Japón: base monetaria y activos banco central (Billones de yenes)



Fuentes: Banco de Japón y elaboración propia.

Japón: inversión productiva

Inversión productiva en porcentaje del PIB



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y elaboración propia.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

ESTADOS UNIDOS

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13
Actividad								
PIB real	1,8	2,2	2,1	2,6	1,7	1,8	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,9	4,6	4,3	4,1	3,8	3,3	3,9	...
Confianza del consumidor (valor)	58,1	67,1	65,3	65,0	70,4	62,8	69,0	76,2
Producción industrial	3,4	3,6	4,5	3,3	2,8	2,5	1,9	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,2	51,7	52,3	50,9	50,6	52,9	50,7	...
Viviendas iniciadas (miles)	612	783	741	781	896	963	853	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	140	141	140	143	145	150	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,9	8,1	8,2	8,0	7,8	7,7	7,5	...
Tasa de ocupación (% pobl. > 16 años)	58,4	58,6	58,6	58,5	58,7	58,6	58,6	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-3,7	-3,4	-3,7	-3,6	-3,4	-3,3	...	...
Precios								
Precios de consumo	3,2	2,1	1,9	1,7	1,9	1,7	1,1	...
Precios de consumo subyacente	1,7	2,1	2,3	2,0	1,9	1,9	1,7	...

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

Fuentes: Department of Commerce, Department of Labor, Federal Reserve, Standard & Poor's, ISM, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

JAPÓN

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13
Actividad							
PIB real	-0,5	2,0	4,0	0,4	0,4	0,0	-
Confianza del consumidor (valor)	37,7	40,0	40,0	40,1	40,0	44,1	44,5
Producción industrial (valor)	-2,3	-1,0	5,1	-4,6	-6,7	-5,9	-3,7
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-1,3	-5,0	-1,0	-3,0	-12,0	-8,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,6	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	4,1
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-0,6	-1,4	-1,0	-1,3	-1,4	-1,7	-1,8
Precios							
Precios de consumo	-0,3	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,6	-0,7
Precios de consumo subyacente	-1,0	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,8	-0,5

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

Fuentes: Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

CHINA

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13
Actividad							
PIB real	9,3	7,8	7,6	7,4	7,9	7,7	-
Ventas al por menor	17,1	14,3	13,9	13,5	14,9	12,3	12,8
Producción industrial	13,7	10,0	9,5	9,1	10,0	9,6	9,3
PMI manufacturas (valor)	51,4	50,8	51,3	49,7	50,5	50,5	50,6
Sector exterior							
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	154	231	179	196	231	274	274
Exportaciones	20,2	8,0	10,5	4,5	9,5	18,4	14,7
Importaciones	25,0	4,3	6,4	1,4	2,8	8,3	16,8
Precios y variables financieras							
Precios de consumo	5,4	2,6	2,9	1,9	2,1	2,4	2,4
Tipo de interés de referencia (valor)	6,56	6,00	6,31	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,5	6,3	6,3	6,4	6,2	6,2	6,2

Nota: (1) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares.

Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas, Thomson Reuters Datastream y elaboración propia.

UNIÓN EUROPEA

La recesión aminora. La eurozona se mantuvo, tal y como se esperaba, en contracción en el primer trimestre del año, pero el ritmo de caída de la actividad aflojó el paso (-0,2% intertrimestral en el 1T 2013 vs. -0,6% en el 4T 2012). Esta tendencia se observa en todos los países para los que ya se tienen datos. De este modo, el escenario de recuperación gradual se va confirmando y la vuelta a tasas de crecimiento positivas, aunque modestas, parece cerca. De nuevo, la economía alemana mantuvo el liderazgo, aunque sin poder presumir de ello (el avance se quedó en un 0,1% intertrimestral). En cambio, el PIB se contrajo en el resto de países grandes (-0,2% en Francia, -0,5% en España y -0,5% en Italia).

Para el segundo trimestre, la mayoría de indicadores de actividad sugieren una recuperación lenta. Estos indicadores, erráticos a lo largo del primer trimestre, recuperaron en mayo parte del terreno perdido en los últimos meses y vuelven a dibujar una tendencia positiva, aunque con cierta volatilidad. El índice PMI compuesto de la eurozona aumentó hasta los 47,7 puntos gracias al sector manufacturero. Aunque el promedio de abril y mayo, de 47,3 puntos, se situó por debajo del registro del primer trimestre, de 47,7, la tendencia de fondo sigue siendo positiva y permite seguir pensando que lo peor de la recesión queda atrás. Por países, las diferencias son notables. El índice francés se mantiene estancado en zona de contracción. Alemania, en cambio, recupera tracción: el índice PMI roza ya los 50 puntos y el índice Ifo subió tras dos meses de bajadas.

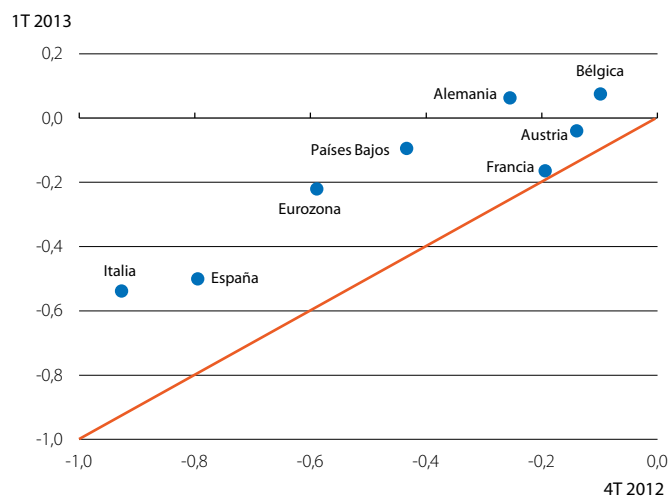
El sentimiento económico mejora en mayo y se sitúa cerca de los registros alcanzados en febrero y marzo, lo que vuelve a dibujar una tendencia ligeramente positiva. Aunque los movimientos de los últimos meses han sido parecidos en todos los países, los niveles siguen siendo muy distintos. En este sentido, destaca el aumento que se ha producido en Alemania y España, de 5,4 puntos y 6,1 puntos desde los mínimos alcanzados el verano pasado. En Francia, en cambio, ha perdido prácticamente todo el terreno que ganó a finales del pasado año. Estas tendencias se espera que se mantengan en los próximos meses, con Alemania en cabeza y España saliendo poco a poco de la recesión. Francia e Italia generan cierta preocupación, ya que si bien no presentan grandes desequilibrios macroeconómicos, el crecimiento no da señales de despertarse y la agenda de reformas estructurales avanza muy lentamente.

La confianza del consumidor sube en mayo hasta niveles de hace un año. En concreto, se situó en los -21,9 puntos, por encima del promedio del primer trimestre (-23,7). Con todo, se encuentra muy por debajo de su promedio histórico (-13), por lo que su recuperación es clave para dinamizar el consumo interno.

La reactivación de la demanda interna no acaba de llegar. En concreto, las ventas minoristas del mes de marzo, con un retroceso del 2,4% interanual, siguen sin dar señales de mejora. Las

Crecimiento del PIB

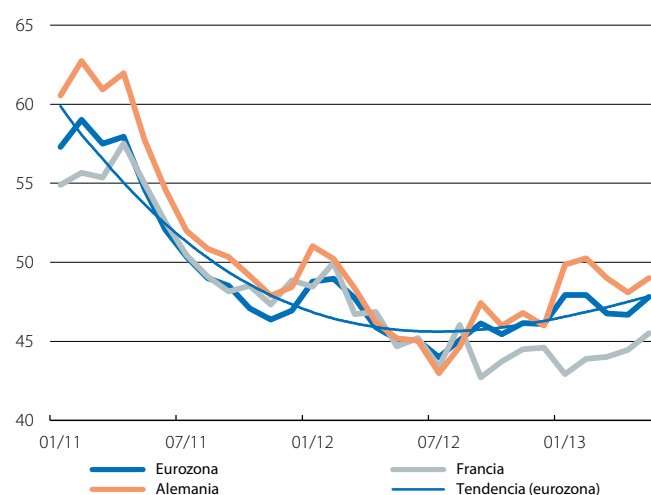
Variación intertrimestral (%)



Fuentes: Eurostat y elaboración propia.

Índice PMI de manufacturas

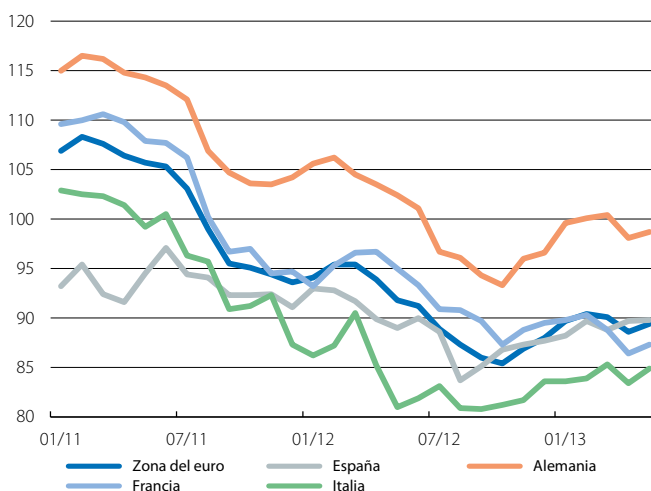
(Valor)



Fuentes: Markit y elaboración propia.

Índice de sentimiento económico

(Valor)



Fuente: Comisión Europea.

mayores caídas se concentraron en los países periféricos, como España (-10,5%) y Portugal (-5,9%), sometidos a importantes procesos de ajuste. Los países del centro también retrocedieron, aunque mucho menos: Alemania (-0,4%) y Francia (-0,7%). El aumento continuado de la tasa de paro, que en abril alcanzó un nuevo máximo, del 12,2%, dificulta la recuperación del consumo de los hogares. La debilidad de la demanda y la caída del precio del petróleo han reducido en abril medio punto la inflación hasta el 1,2%. Esta se mantendrá en cotas bajas, ya que no se esperan ni subidas continuadas del precio de los productos energéticos ni una recuperación de la demanda que pueda generar presión sobre los precios al alza.

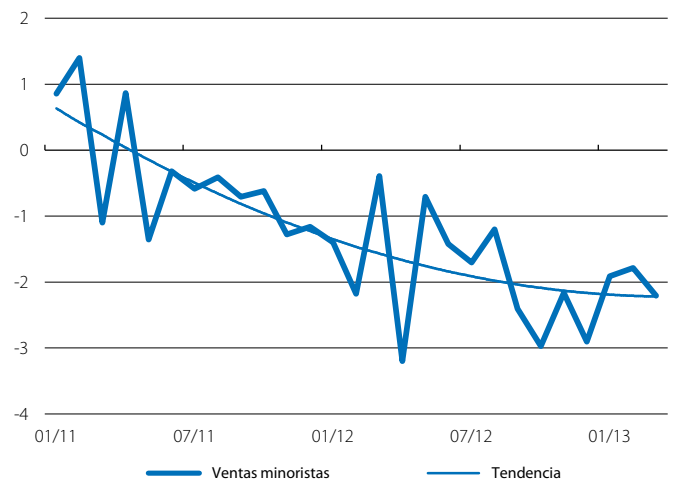
La situación del mercado laboral, muy distinta entre países. Para el conjunto de la eurozona, el índice de mayo de expectativas de contratación para los próximos tres meses sugiere que el mercado laboral no debería empeorar, aunque, por el momento, tampoco se percibe un cambio de tendencia claro hacia la recuperación. Destaca el buen comportamiento de España, especialmente en el sector de servicios, ya que el índice promedio de abril y mayo (-3,6) se encuentra seis puntos por encima del registro del primer trimestre, y se acerca al límite a partir del cual se genera empleo. En el sector manufacturero esta variable también mejoró más de dos puntos en el promedio de estos dos meses con respecto al primer trimestre hasta un valor negativo de 10,7 puntos. En Alemania estos índices se mantienen estables en cotas claramente superiores, por lo que, de momento, no se pone en duda la capacidad de la economía teutona de seguir generando puestos de trabajo a pesar de que la tasa de paro se mantiene en mínimos históricos. Francia, en cambio, experimentó un ligero repunte, pero aun así se situó muy por debajo de la eurozona, en los 13,5 puntos negativos.

El sector exterior continúa siendo el principal soporte de la economía. Las exportaciones de bienes subieron en marzo un 2,8% interanual en términos nominales (-1,0% las importaciones). Ello elevó el superávit de bienes hasta los 28.100 millones de euros en el primer trimestre. Además, el índice de expectativas de exportaciones ha repuntado de forma notable en el segundo trimestre y se sitúa claramente por encima de los valores registrados a finales de 2012. De momento, por tanto, no parece que el sector exterior tenga que perder fuelle. Sin embargo, lo que por un lado es un motivo de satisfacción (la recuperación se apoya en el sector exterior en parte como resultado de las mejoras de competitividad), por otro lado es un síntoma de la fragilidad de la situación económica actual. En este sentido, la ralentización del crecimiento de los principales países emergentes, como Brasil o la India y, hasta cierto punto, China, genera dudas acerca del recorrido que puede tener el crecimiento de las exportaciones a medio plazo. En principio, estos países mantendrán un ritmo de crecimiento elevado y, además, tienen un amplio margen de política económica para seguir estimulando su demanda si es necesario, pero dada la relevancia que está adquiriendo este sector será necesario seguir con atención su evolución.

En Alemania, los pedidos industriales de fuera de la eurozona pierden fuerza y, en cierta medida, su evolución suele anti-

Eurozona: ventas minoristas

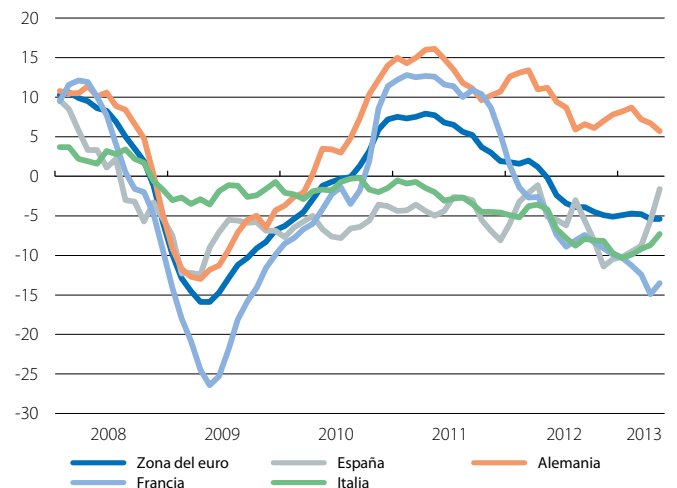
Variación interanual (%)



Fuentes: Eurostat y elaboración propia.

Expectativas de creación de empleo (servicios)

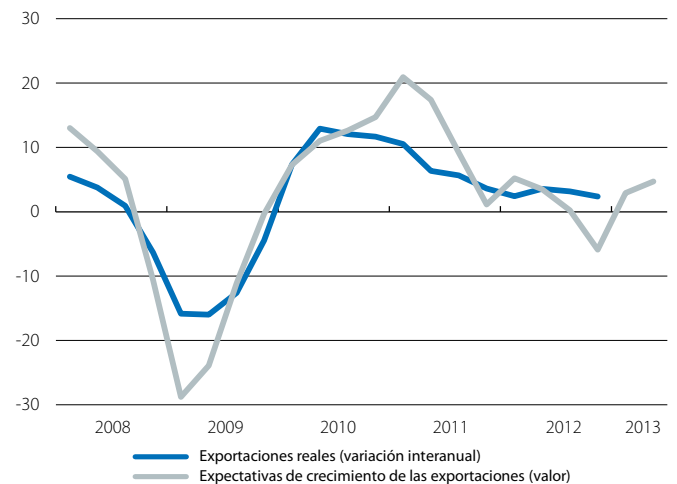
Media móvil de 3 meses (valor)



Fuente: Encuestas de opinión de la Comisión Europea.

Eurozona: exportaciones

Valor y variación interanual (%)



Fuentes: Eurostat y encuestas de opinión de la Comisión Europea.

cipar el comportamiento de las exportaciones. En concreto, estos retrocedieron en marzo un 1% interanual. En general, es una serie bastante volátil y, además, en enero y febrero crecieron un 3%, por lo que de momento parece precipitado pensar en una senda decreciente. Lo que queda más claro es que las elevadas tasas de crecimiento de los pasados años, 9,4% en 2011 y 3,3% en 2012, parecen ahora un poco lejos.

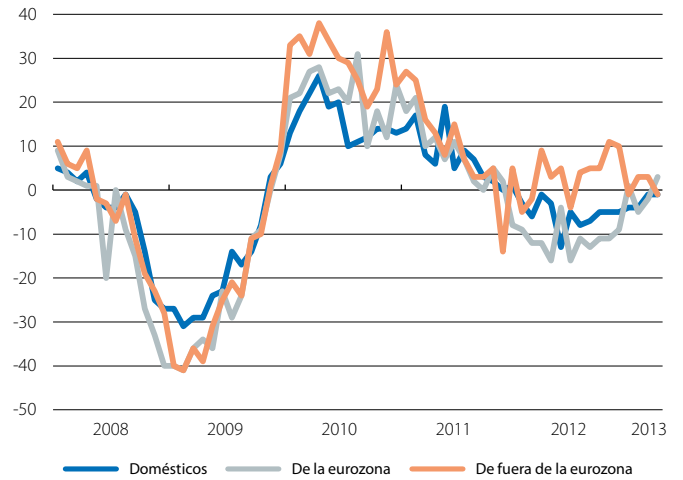
Las nuevas previsiones de la CE dibujan una salida de la crisis un poco más lenta. Para 2013, la CE espera un retroceso del PIB de la eurozona del 0,4%. La reactivación de la economía global seguirá apoyando la demanda externa, pero la interna se mantendrá deprimida por los ajustes en los balances de los agentes económicos. De cara a 2014, la CE apunta a un avance del 1,2%, aunque ello está sujeto a que los distintos países sigan avanzando en sus programas de reformas. Asimismo, la CE reconoce la necesidad de fortalecer la arquitectura institucional de la eurozona. En este sentido, serán clave las decisiones que se tomen en el Consejo Europeo del 27 de junio respecto al proceso de unión bancaria y fiscal (véase Focus «Unión bancaria: avanzando a trompicones»).

La CE suaviza la senda de consolidación fiscal por la lentitud con la que avanza el proceso de recuperación. La CE evalúa el esfuerzo hecho por cada país en función de la reducción que ha conseguido del déficit estructural (aquella parte del déficit público que queda una vez eliminamos el impacto de la situación económica coyuntural). En este sentido, se muestra bastante satisfecha de los progresos hechos en la mayoría de países. La revisión de la senda de consolidación fiscal la hace por el deterioro económico que se ha producido, mayor del previsto, y que ha hecho que la parte cíclica del déficit sea mayor. Sin lugar a dudas, esta revisión ayudará a hacer el proceso algo más llevadero. En concreto, la CE otorga una prórroga de dos años adicionales para situar el déficit público por debajo del 3% a España, Francia, Polonia y Eslovenia y, de un año, a los Países Bajos y Portugal.

Acelerar y profundizar en las reformas estructurales es el nuevo mantra. Este año la CE ha hecho especial hincapié en la importancia de llevar a cabo una agenda de reformas estructurales ambiciosas. Los procesos de ajuste que en muchos países de la periferia todavía se tienen que llevar a cabo mantendrán el crecimiento en tasas moderadas en los próximos años. Además, en algunos de los países del centro hay serias dudas de su capacidad de crecimiento a largo plazo. Es por ello que la CE ha presentado una detallada agenda de reformas para cada país. En Francia, por ejemplo, es primordial recuperar competitividad. Las exportaciones del país galo hace años que pierden cuota de mercado. En este sentido, la flexibilización de su mercado laboral se ve como uno de los principales ejes para dar la vuelta a esta situación. En Italia sigue preocupando el elevado nivel de economía sumergida y la poca eficiencia del sistema judicial. En definitiva, la lista es larga y detallada, un claro reflejo de que todavía queda mucho trabajo por hacer.

Alemania: pedidos industriales

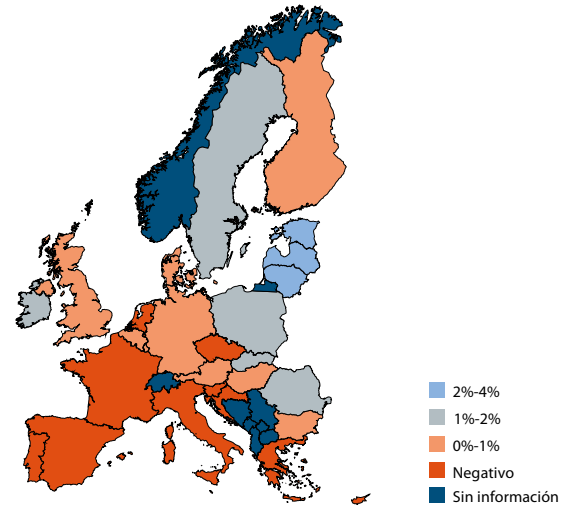
Variación interanual (%)



Fuente: Oficina de Estadística de Alemania.

Previsiones de crecimiento de la CE

PIB de 2013, tasa de variación interanual (%)



Fuente: Comisión Europea.

Objetivos de déficit público fijados por la CE

% del PIB

	2013	2014	2015	2016
España	-6,5	-5,8	-4,2	-2,8
Francia	-3,9	-3,6	-2,8	
Países Bajos	-3,6	-2,8		
Polonia	-3,6	-3,0		
Portugal	-5,5	-4,0	-2,5	
Eslovenia	-4,9	-3,3	-2,5	

Fuente: Comisión Europea.

FOCUS · ¿Se adentrará el BCE en aguas desconocidas?

En un entorno de marcada debilidad económica e inflación deprimida, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió en su reunión del 2 de mayo recortar el tipo de interés oficial hasta el 0,5%, mínimo histórico. Este paso tiene relevancia porque confirma, una vez más, la voluntad del BCE de continuar siendo parte activa en la solución de la crisis de la eurozona.

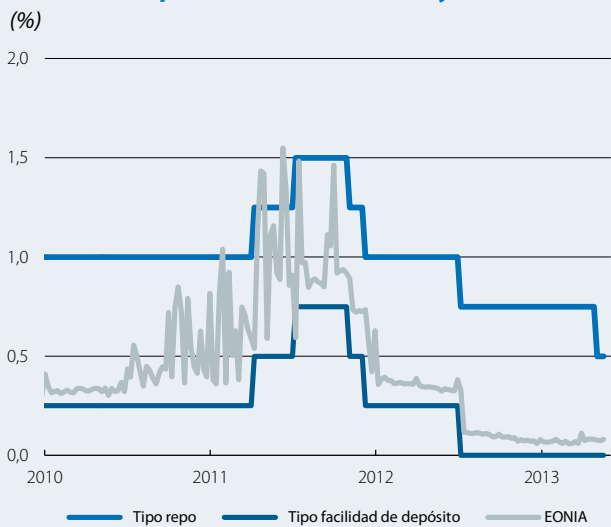
Sin embargo, a pesar de su firme determinación, la entidad reconoce que las medidas hasta ahora adoptadas no están siendo efectivas para reducir de forma satisfactoria la persistente divergencia que existe en materia de acceso al crédito bancario por parte de las empresas (especialmente, las pymes) entre los diferentes países (véase Focus «(Re)integración financiera en la eurozona: avances a la vista», en el capítulo de Mercados Financieros del presente Informe Mensual). La preocupación se hizo explícita en el comunicado de la reunión: «el Consejo de Gobierno ha decidido entablar consultas con otras instituciones europeas acerca de iniciativas para promover el correcto funcionamiento del mercado de titulizaciones de créditos a empresas no financieras (ABS por sus siglas en inglés)». Concretando más, Mario Draghi explicó que existe un grupo de trabajo formado por el BCE, el Banco Europeo de Inversiones y la Comisión Europea que tiene como objetivo analizar posibles medidas que ayuden a relanzar el mercado de ABS, especialmente el segmento garantizado por créditos a pymes.

Aunque el desafío de reactivar el mercado de ABS no es una tarea sencilla, las autoridades europeas tienen algunas alternativas que no plantean grandes dificultades técnicas. En primer lugar, el BCE puede relajar los criterios para que un ABS sea aceptado como colateral en sus operaciones ordinarias de préstamo (como ya hizo en diciembre de 2011). Sin embargo, los comentarios realizados por Draghi dejan entrever que la institución baraja una actuación innovadora de mayor alcance. En este sentido, una segunda alternativa puede consistir en realizar nuevas operaciones de refinanciación a largo plazo (LTRO) garantizadas específicamente por créditos a pymes. El vencimiento podría ser superior a 3 años y a tipo de interés fijo. Una tercera alternativa que se está discutiendo es que el Banco Europeo de Inversiones adquiera carteras de préstamos a pymes, y en parte se financie en el BCE. La opción de que el BCE realice compras directas de ABS parece descartada.

Pasando al ámbito de la política de tipos de interés, el BCE aún tiene a su alcance dos alternativas. La más obvia es recortar nuevamente el tipo de interés rector (el de las operaciones de préstamo), aunque el escaso margen restante y los niveles ya muy bajos plantean dudas acerca de su efectividad. La segunda, que supondría entrar

en aguas desconocidas, sería situar en terreno negativo la remuneración de la facilidad de depósito, con la intención de fomentar la circulación del exceso de reservas existente. Si bien es poco probable que el BCE se decante por esta opción, Mario Draghi afirmó públicamente que la entidad está técnicamente preparada y en posición de gestionar los posibles efectos adversos derivados de una medida tan heterodoxa. Es decir, no está descartada.

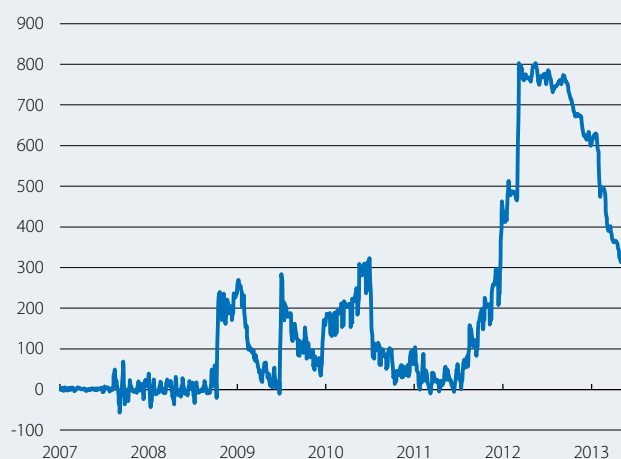
Eurozona: tipos de interés del BCE y EONIA



Fuente: Bloomberg.

Exceso de liquidez (*) de los bancos en el BCE

(Miles de millones de euros)



Nota: (*) Facilidad de depósito + cuenta corriente – reservas obligatorias.
Fuentes: Banco Central Europeo y Bloomberg.

FOCUS · Unión bancaria: avanzando a trompicones

Apenas cinco meses después de que el Consejo Europeo acordara la hoja de ruta para la creación de una unión bancaria europea, se están evidenciando los primeros desacuerdos entre los socios. La idea surgió hace casi un año como un mecanismo para romper el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario, y construir así una unión monetaria más robusta. Ahora los desacuerdos amenazan el progreso del proyecto y hacen temer que el consenso tan solo alcance para una unión bancaria descafeinada.

La buena noticia es que el primer paso, el establecimiento del Mecanismo Único de Supervisión, está cerca de completarse. La figura del supervisor único, una responsabilidad que recaerá sobre el BCE, se aprobó en mayo. Previamente, y para armonizar la regulación entre los distintos estados, se aprobó la directiva que introduce la nueva normativa de Basilea III. Con todo, el nuevo supervisor único no estará plenamente operativo hasta mediados de 2014. El BCE no solo debe contratar nuevo personal, sino que quiere conocer con exactitud la situación de las entidades que quedarán bajo su supervisión. Por ello, estas deberán someterse a auditorías exhaustivas tal y como hizo la banca española el verano pasado.

A partir de aquí, el consenso se complica. Las autoridades europeas tienen aún sobre la mesa dos iniciativas regulatorias que, pese a ser anteriores a la idea de unión bancaria, resultan clave para poder avanzar en esta dirección.

La primera es la creación de un marco normativo armonizado que sienta las bases para gestionar futuras crisis bancarias y facilite la resolución ordenada de entidades, pues la mayoría de países europeos carecen de tal elemento. Entre otras, este marco incluirá reglas sobre el reparto de pérdidas entre los acreedores de entidades en resolución (el denominado *bail-in*) con el fin de minimizar el coste para el contribuyente. El debate sobre estas, que se intensificó tras el rescate de Chipre, incluye, además del orden de prelación de los pasivos, la posibilidad de préstamo entre los fondos de resolución de los distintos estados o la contribución de los fondos de garantía de depósitos (FGD) al coste de la resolución. Aun así, el objetivo es que el nuevo marco entre en vigor en enero de 2015.

La segunda iniciativa pendiente es la reforma y armonización de los FGD, de modo que todos los países dispongan de un fondo de igual tamaño relativo y prefinanciado por las entidades. Dadas las consecuencias fiscales de las garantías públicas a los FGD, esta es una de las cuestiones abiertas más delicadas y actualmente se encuentra bloqueada.

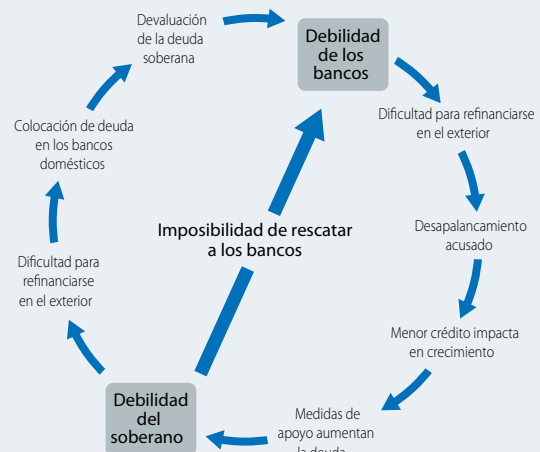
Los mayores desencuentros, sin embargo, están surgiendo en torno al que debería ser el segundo pilar de la unión: la creación del Mecanismo Único de Resolución

(MUR). La controversia reside en si es posible crear una autoridad única de ámbito europeo, con plenas capacidades de actuación, en el marco de los actuales tratados europeos. En opinión del ministro de Economía alemán, Wolfgang Schäuble, para que una autoridad única de resolución desempeñara con éxito su labor requeriría unos poderes legales y coercitivos que no están contemplados en los actuales tratados, por lo que estos necesitan ser reformados.

Hasta que estos no se hayan reformado, el ministro alemán propone que el MUR se implemente mediante la acción coordinada de las autoridades nacionales de resolución, que actuarían bajo las normas de gestión de crisis antes mencionadas. Para costear las resoluciones, estas dispondrían tan solo de los fondos nacionales, aunque podrían recurrir al MEDE si fuera necesario.

Ciertamente, el diseño de la autoridad única de resolución deberá tener muy presente la cuestión de la seguridad jurídica. Al fin y al cabo, las decisiones que tome tendrán consecuencias determinantes no solo para el futuro de las entidades, sino para accionistas, acreedores y, potencialmente, los contribuyentes. Ahora bien, un MUR tal y como el planteado por Alemania presentaría otros problemas nada desdeñables. La mera cooperación entre autoridades nacionales, por ejemplo, no garantizaría que las decisiones se tomaran en el interés del conjunto del sistema financiero europeo. Así lo reconoce el propio BCE, quien considera que para que el supervisor único sea efectivo es necesaria la existencia de un MUR con una autoridad única de resolución. No obstante, el problema fundamental sería que la falta de un fondo de resolución común impediría romper totalmente el vínculo entre riesgo soberano y riesgo bancario. Sacrificar el objetivo que justifica todo el viaje parece una decisión demasiado arriesgada.

El círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario



Fuente: Elaboración propia.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,3	-1,9	-1,9	-1,7	-2,8	-2,0	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,3	-2,3	-2,3	-2,1	-3,1	-2,4	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,3	-19,5	-23,8	-26,2	-23,7	-22,3	-21,9
Sentimiento económico	101,7	90,4	92,3	87,4	86,8	90,1	88,6	89,4
PMI manufacturas	52,2	46,2	45,4	45,1	45,9	47,5	46,7	47,8
PMI servicios	52,6	47,6	46,9	47,1	46,9	47,6	47,0	47,5
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,3	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	...	-	...
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	10,2	11,4	11,3	11,5	11,8	12,1	12,2	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,2	10,2	10,3	10,5	10,8	11,0	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	10,6	10,8	11,3	11,9	12,0	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,0	24,7	25,5	26,1	26,6	26,8	...

Fuentes: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, Markit y elaboración propia.

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13
Saldo corriente: zona del euro	0,2	1,4	0,7	1,0	1,4	1,8	...	...
Alemania	6,2	7,0	6,5	6,8	7,0	6,9	...	...
Francia	-1,9	-2,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	...	...
Italia	-3,1	-0,5	-1,8	-1,1	-0,5	0,1	...	...
España	-3,7	-1,1	-3,1	-2,3	-1,1	0,0	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal⁽¹⁾ (valor)	103,4	97,9	98,2	95,9	97,9	100,7	100,4	100,5

Nota: (1) Cambio ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y elaboración propia.

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13
Financiación del sector privado							
Crédito a sociedades no financieras ⁽¹⁾	2,0	-0,3	0,2	-0,6	-1,5	-1,4	-1,9
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	2,7	1,2	1,3	0,9	0,7	0,4	0,3
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁽³⁾ (%)	2,8	2,4	2,6	2,3	2,2	2,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁽⁴⁾ (%)	3,3	3,1	3,1	3,0	2,9	2,9	...
Depósitos							
Depósitos a la vista	1,4	4,1	2,4	4,9	7,2	8,0	9,8
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,1	2,4	1,1	1,9	1,0	0,1
Instrumentos negociables	-5,5	0,1	2,8	0,7	-3,6	-9,7	-14,2
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,6	2,8	2,7	2,8	2,7	2,4	...

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 inicial.

(4) Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo inicial.

Fuente: Banco Central Europeo.

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española sigue en recesión, pero se confirma el escenario de recuperación gradual. El ritmo de contracción del PIB se redujo en el primer trimestre respecto al periodo anterior (-0,5% en 1T 2013 vs. -0,8% en 4T 2012) y los indicadores adelantados de actividad y confianza del segundo trimestre dibujan una suave tendencia al alza. Todo ello es consistente con un escenario de paulatina recuperación, con un segundo trimestre en el que aún se anotarán tasas de crecimiento negativas y una segunda mitad del año con tasas muy moderadas, pero positivas. Nuestro escenario prevé un retroceso del 1,4% en 2013 y un crecimiento del 0,8% en 2014. La OCDE, en su último informe de perspectivas económicas, presenta un escenario algo más pesimista, con un crecimiento del PIB del -1,7% en 2013 y del 0,4% en 2014 (previsión anterior: -1,4% y 0,5%, respectivamente). Según esta institución, la economía española seguirá en recesión en 2013 debido a la consolidación fiscal y al desapalancamiento del sector privado, que socavan la demanda interna. El crecimiento de los socios comerciales y las ganancias en competitividad-coste, junto con las mejoras en las condiciones de financiación, serán los puntos de apoyo de la economía.

La reactivación viene liderada por el sector exterior, pero la demanda interna presenta un deterioro más contenido. En el primer trimestre, el ritmo de contracción del PIB se atenuó gracias a la contribución positiva de 0,1 puntos de la demanda externa y un menor retroceso de la demanda interna (-0,6% en 1T 2013 vs. -2,0% en 4T 2012). La reducción del ritmo de retroceso de la demanda interna se explica por la evolución favorable de dos componentes. Por un lado, el descenso del consumo privado se moderó notablemente (-0,4% en 1T 2013 vs. -1,9% en 4T 2012) al deshacerse el efecto negativo que tuvo la subida del IVA sobre el consumo del cuarto trimestre. Por el mismo efecto, la inversión en equipo también muestra un mejor comportamiento, registrando un crecimiento intertrimestral del 0,1% (comparado con -5,2% en 4T 2012). Aunque esta mejora es, en parte, temporal, el retroceso de la demanda interna no parece, por el momento, que vaya a más (véase Focus «Los puntos de apoyo de la demanda interna»).

La mejora de los datos del mercado laboral y las ventas minoristas avivan el optimismo sobre un próximo relanzamiento. A pesar de la mala situación del mercado laboral, los datos más recientes muestran una evolución algo más favorable. El número de afiliados a la Seguridad Social creció en 51.077 personas en abril, un dato positivo si tenemos en cuenta que, a diferencia de otros años, la Semana Santa tuvo lugar en marzo. Por otro lado, el paro registrado bajó en 46.050 personas, lo que redujo en 8 décimas la tasa de variación interanual, hasta el 5,2%. Aunque la recuperación del mercado laboral irá rezagada respecto a la evolución del PIB, tal y como suele ocurrir en los episodios de recuperación, cada vez hay más indicios de que se está estabilizando. En consonancia, los indicadores de demanda también muestran cierta mejoría. Las ventas minoristas de abril se

Desglose del PIB y previsiones

Variación intertrimestral, %

	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	T4 2013
Consumo privado	-1,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Consumo público	-0,3	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8
Inversión	-3,9	-1,1	-1,1	-0,9	-0,4
Inversión en equipo	-5,2	0,1	-0,1	0,2	0,3
Inversión en construcción	-2,8	-2,5	-1,6	-1,4	-0,8
Exportaciones netas ^(*)	1,2	0,1	0,5	0,5	0,4
PIB	-0,8	-0,5	-0,2	0,1	0,1

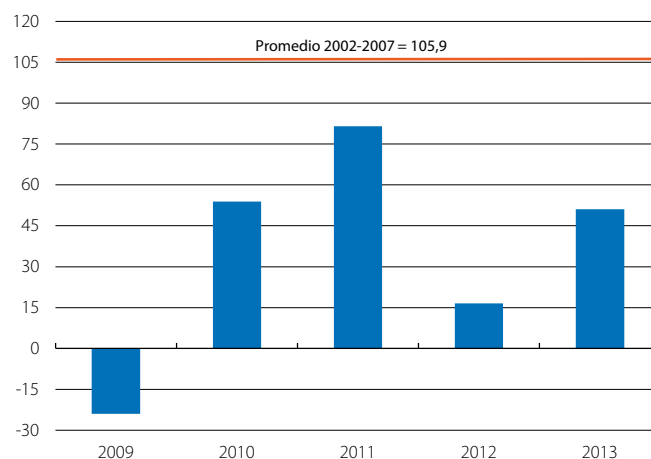
Nota: (*) Contribución al crecimiento del PIB.

Fuentes: INE y elaboración propia.

Previsiones

Afiliados a la Seguridad Social

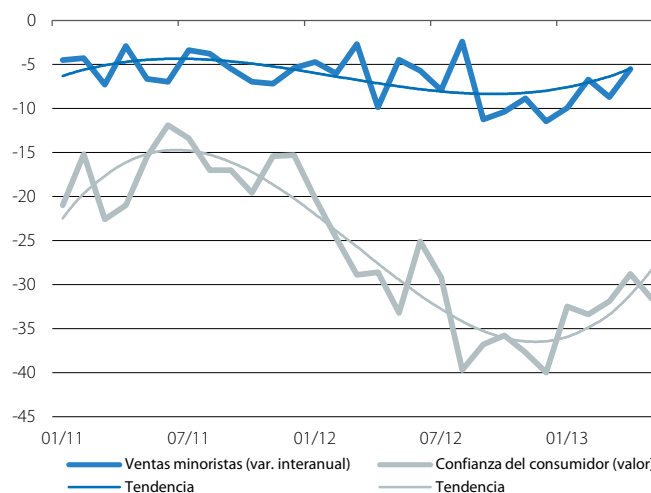
Variación en el mes de abril (miles)



Fuente: Ministerio de Empleo y Seguridad Social.

Indicadores de demanda

Variación interanual (%) y valor



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Comisión Europea.

incrementaron un 0,5% mensual, corregido por estacionalidad y efecto calendario, lo que provocó un importante aumento de la tasa de variación interanual, del -8,7% de marzo al -5,5% de abril. La confianza del consumidor, aunque retrocedió ligeramente en mayo, se situó en los -31,6 puntos, por encima del promedio del primer trimestre (-32,6). El nivel actual de estos indicadores aún es compatible con un retroceso del consumo privado en el segundo trimestre, pero el ritmo será menor.

Los indicadores adelantados de oferta muestran una tendencia al alza, pero siguen en terreno de contracción. La producción industrial mejoró sustancialmente en marzo, con una variación interanual, corregida del efecto calendario, que pasó del -6,9% de febrero al -0,6% en marzo. Aunque la serie es errática y, por lo tanto, parte del aumento es probable que se corrija en los próximos meses, la tendencia ascendente parece que se va confirmando poco a poco. El índice PMI de manufacturas mejoró ligeramente en abril, pero con 44,7 puntos se mantuvo en terreno recesivo. El índice de confianza en la industria también se incrementó en mayo (-14,7) respecto al registro de abril (-17,4). En conjunto, la lectura de los indicadores de oferta confirma la tendencia positiva observada desde junio de 2012 y apunta a que la desaceleración de la actividad se modera.

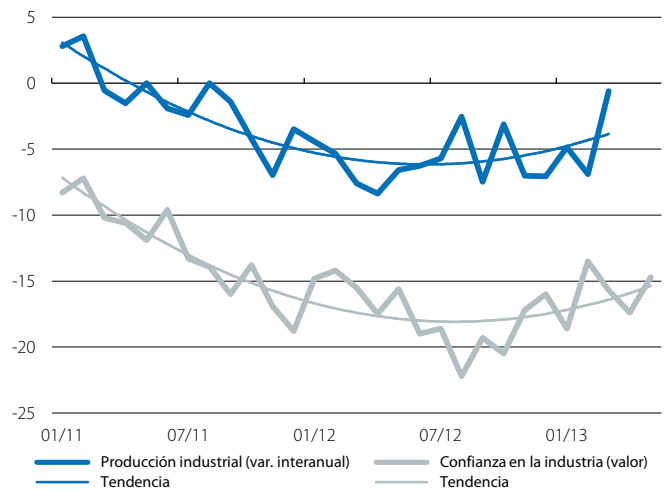
El sector inmobiliario se enfría de nuevo por el fin de los incentivos fiscales a la compra de vivienda. El ajuste del sector de la construcción prosigue, y acumula ya 5 años consecutivos en terreno contractivo. Solamente se dinamizaron las compraventas de forma temporal por los incentivos fiscales vigentes hasta diciembre de 2012. En marzo, cayeron de nuevo un 12,6% interanual. En paralelo, la concesión de hipotecas también sigue retrocediendo: en marzo bajaron un 34,1% interanual. En la medida en que la demanda interna se vaya recuperando, el proceso de desapalancamiento de los hogares vaya menguando y las fuentes de financiación se restauren, el sector inmobiliario tenderá a estabilizarse.

La reestructuración del sector bancario se encuentra bien avanzada, pero todavía no se ha completado. Con la reducción de las tensiones en el mercado de deuda soberana, las condiciones de financiación bancarias también han mejorado: los bancos han emitido bonos y cédulas hipotecarias a un coste razonable. Otros signos de normalización del sector son que la dependencia de la financiación del Eurosistema se sigue reduciendo y se han estabilizado las fuentes de financiación de no residentes. En un esfuerzo adicional de transparencia para conocer la calidad de todos los activos en los balances bancarios, el Banco de España ha endurecido los criterios de clasificación de los créditos refinanciados y reestructurados. Para el conjunto del sector, estos créditos ascienden a 208.206 millones de euros. De estos, un 37% son dudosos y tienen una cobertura mediante provisiones del 41%, y un 21% están clasificados como subestándar y tienen una cobertura del 18%. Los nuevos criterios de clasificación podrían conllevar un aumento de las provisiones a llevar a cabo.

Los puntos de apoyo de la economía: el sector exterior y una agenda de reformas prometedoras. El desequilibrio exterior de la economía española se ha corregido: en el primer trimestre, el

Indicadores de oferta

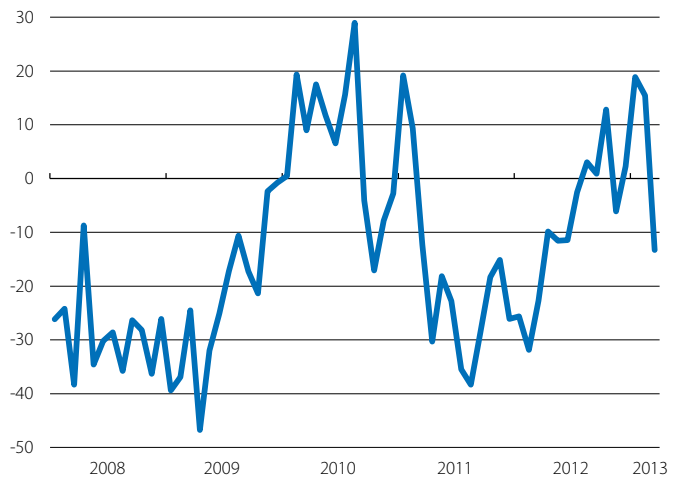
Variación interanual (%) y valor



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Comisión Europea.

Compraventas de viviendas

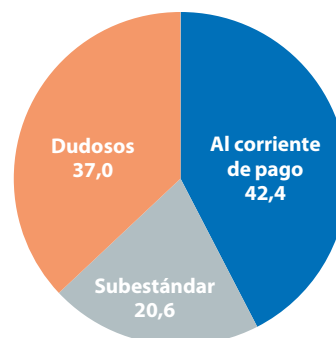
Variación interanual (%)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Préstamos refinanciados y reestructurados

Diciembre 2012 (% del total)



Fuente: Banco de España.

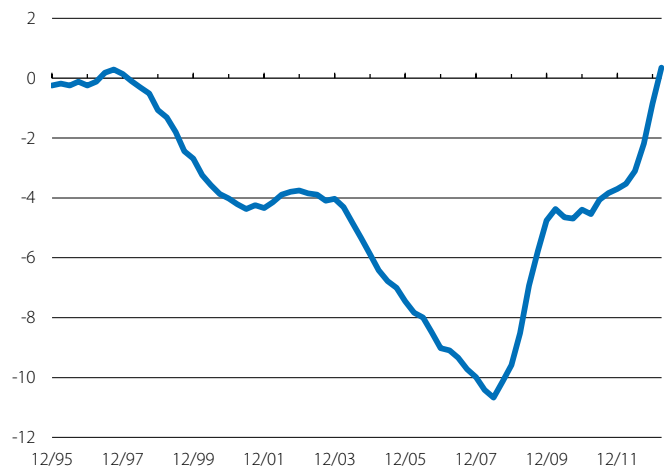
saldo de la cuenta corriente registró el primer superávit desde el año 1997. Esto ha sido posible, en gran medida, gracias a la buena evolución del saldo de bienes, que en marzo registró el primer superávit comercial en cinco décadas (634,9 millones de euros en marzo frente al déficit de 3.245,3 millones en 2012). Esta corrección responde al incremento de las ventas fuera de la zona del euro, del 20,8% interanual, y a la caída de las importaciones, del 15,0%, gracias a la reducción del precio del petróleo. Esperamos que el saldo de la balanza corriente siga aumentando a lo largo de este año (véase Focus «Corrección corriente y... ¿sostenible?»). Ello es posible, en gran parte, por las importantes ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años. En particular, los costes laborales unitarios se han ajustado notablemente, una tendencia que continuó en el primer trimestre (-3,2% interanual) y que todo apunta a que se mantendrá en los próximos trimestres.

Los últimos datos de turismo refuerzan el papel del sector exterior como motor de la economía. La entrada de turistas extranjeros recobró fuerza en abril (aumentó un 3,1% interanual), un buen dato si se tiene en cuenta que, a diferencia de otros años, la Semana Santa tuvo lugar en marzo. Si juntamos los meses de marzo y abril, y eliminamos así el efecto Semana Santa, la variación interanual ascendió al 5,2%, un notable aumento respecto a principios de año. De mantenerse la tendencia exhibida entre enero y abril, la entrada de turistas podría alcanzar los 59 millones este año, cerca del máximo histórico de 2008.

La CE prioriza el crecimiento: relaja los objetivos de déficit y define una estricta agenda de reformas estructurales. Los nuevos objetivos de déficit son ligeramente menos estrictos que los contenidos en el Programa de Estabilidad. Concretamente, se sitúan en el 6,5% para 2013, 5,8% para 2014 y 4,2% para 2015 (en lugar de 6,3%, 5,5% y 4,1%). Para 2013, la CE estima que las medidas anunciadas serán suficientes para cumplir con este objetivo. A partir de 2014 se deberán aprobar nuevas medidas. Por el momento, los últimos datos de ejecución presupuestaria del Estado muestran que el déficit hasta abril (2,4 puntos del PIB) es similar al registrado en 2012. Dado que para el conjunto del año el déficit del Estado debe reducirse en 3 décimas, es de esperar un mayor esfuerzo en los próximos trimestres. Las CC. AA., por su lado, presentan una mayor desviación, con un aumento del déficit de 0,1 puntos respecto a 2012, mientras que lo deben reducir en 0,5 puntos. Sin embargo, este dato debe analizarse con cautela al corresponder solo a un trimestre. Además, la comparación con el saldo del año pasado a estas alturas puede ser engañosa, ya que el grueso del ajuste se produjo durante la segunda mitad de 2012. La CE hace hincapié en la necesidad de seguir avanzando en las reformas estructurales y establece un calendario exigente. Respecto al mercado laboral, evaluar la reforma laboral de 2012 y presentar modificaciones (si es necesario) en septiembre. En materia fiscal, introducir el factor de sostenibilidad de las pensiones a finales de 2013 y revisar el sistema tributario en marzo de 2014. En materia energética, abordar el déficit de tarifa eléctrica. Y, además, aprobar y aplicar los distintos proyectos de Ley como el del mercado único, la reforma de la Administración local y la de emprendedores, entre otras.

Saldo de la cuenta corriente

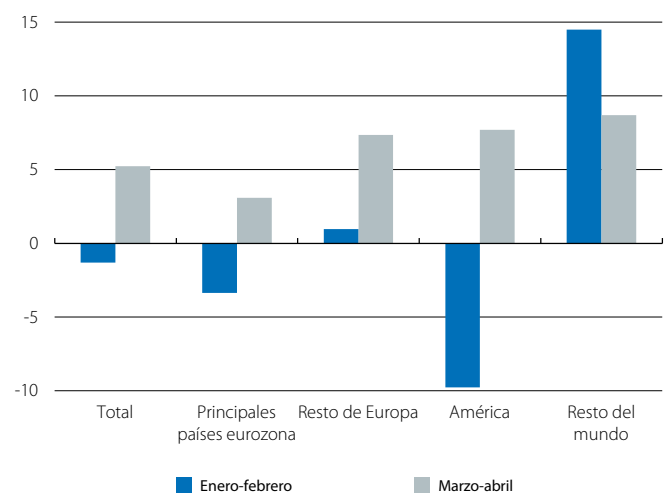
Acumulado 4 trimestres (% PIB)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Entrada de turistas

Acumulado de dos meses. Variación interanual (%)



Fuente: Frontur.

Saldo fiscal por administraciones

% del PIB

	Último dato	Dato año anterior	Objetivo 2013	2012
Estado (abril)	-2,4	-2,4	-3,8	-4,1
Seg. Social (1.º trim.)	0,2	0,4	-1,4	-1,0
Com. autónomas (1.º trim.)	-0,1	0,0	-1,3	-1,8
Corp. locales	-	-	0,0	-0,2
Total	-2,3	-2,0	-6,5	-7,0

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y elaboración propia.

FOCUS · Los puntos de apoyo de la demanda interna

La demanda interna es la principal damnificada de los profundos procesos de ajuste que está llevando a cabo la economía española. Desde que empezó la recesión en el 3T 2008 hasta el 1T 2013 se ha contraído, en términos reales, un 14%, y las perspectivas no parecen demasiado halagüeñas. En la medida que los procesos de desapalancamiento no se han completado, parece difícil que pueda remontar. Sin embargo, los apoyos con los que cuentan el consumo y la inversión productiva irán ganando fuerza en los próximos trimestres.

El consumo privado acumula una caída del 7,6%, pero el ritmo de retroceso se ha reducido en el último trimestre (-0,4% en el 1T 2013 vs. -1,9% en el 4T 2012). Parte de esta mejora se debe a la reversión del efecto de la subida del IVA en septiembre y, además, la situación del mercado laboral no permite augurar una rápida recuperación. No obstante, existen al menos tres factores que ayudarán a estabilizar el consumo privado en los próximos trimestres:

- **Ahorro familiar:** a pesar de encontrarse en niveles históricamente bajos (8,1% de la renta bruta disponible de los hogares en 2012), la tasa de ahorro podría reducirse entre uno y dos puntos porcentuales adicionales.
- **Renta bruta disponible de los hogares:** si bien es cierto que la remuneración de los asalariados se mantendrá débil, las rentas no salariales ofrecen mejores perspectivas gracias al aumento del número de autónomos y a la mejora del excedente bruto de explotación generado por sus actividades.
- **Coste de financiación:** la reciente rebaja del tipo de interés de referencia por parte del BCE así como su compromiso de mantener una política monetaria expansiva durante un periodo de tiempo prolongado harán más llevadero el proceso de desapalancamiento.

Como el consumo de los hogares, la inversión en bienes de equipo experimentó una notable mejora en el 1T 2013 respecto a trimestres precedentes (0,1% en el 1T 2013 vs. -5,2% en el 4T 2012). Sin embargo, a diferencia del consumo, históricamente la inversión ha salido de los procesos recesivos con una rápida mejora de las tasas de crecimiento. ¿Será este el caso también? Identificamos dos factores que ayudarán a reactivar la inversión empresarial:

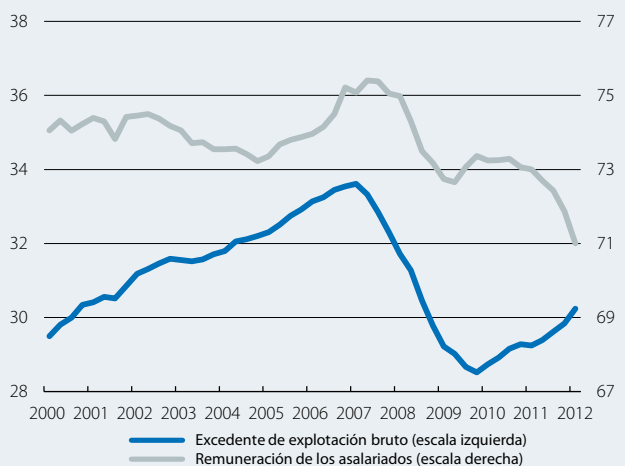
- **Atesoramiento de liquidez:** un creciente número de empresas está acumulando activos líquidos en sus balances. Es el conocido *cash hoarding*, que lleva a las empresas a sobreahorrar por precaución ante la incertidumbre sobre el clima económico y el acceso a fuentes de financiación. En la medida en que el entorno económico vaya mejorando y la incertidumbre se reduzca, estas empresas se encuentran bien posicionadas para invertir.

- **Coste de financiación:** desde julio de 2012, el tipo de interés de la deuda pública española a 10 años se ha reducido en 2,6 puntos porcentuales. Los cambios en el coste de la deuda pública se irán trasladando a los tipos de interés del crédito empresarial en los próximos meses. El efecto que esto podría tener sobre la inversión no es despreciable: según estimaciones del Banco de España, por cada punto porcentual de reducción del tipo de interés, la inversión aumenta en 1,5 puntos.

En definitiva, para lograr una recuperación económica sostenida es imprescindible que la demanda interna recupere su dinamismo. Probablemente este año seguirá deprimida, pero los puntos de apoyo que se están forjando, y que deberían consolidarse los próximos trimestres, permiten pensar que su recuperación está cerca.

Composición de la renta bruta disponible

Porcentaje sobre la renta disponible bruta de los hogares (%)



Fuentes: INE y elaboración propia.

Liquidez empresarial

Ratio de efectivo y depósitos sobre préstamos a corto plazo (%)



Fuentes: Banco de España (cuentas financieras) y elaboración propia.

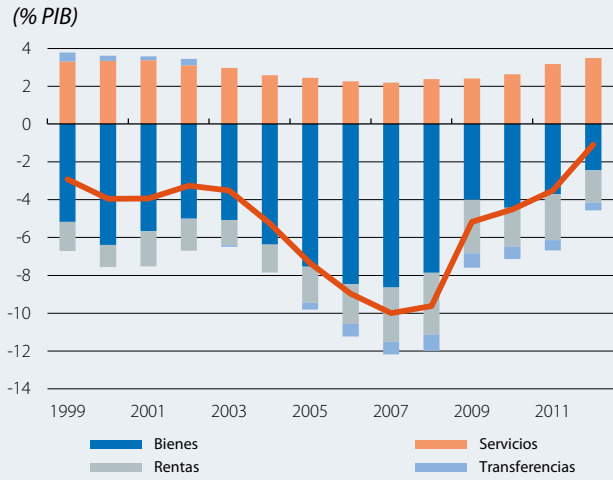
FOCUS · Corrección corriente y... ¿sostenible?

En 2007, el déficit de la balanza por cuenta corriente española alcanzó el 10% del PIB. Llegó la crisis y, con ella, una extraordinaria corrección que retornó ese déficit al 1,1% en 2012. ¿Cómo se ha logrado? Sin obviar la evolución favorable de las balanzas de rentas y transferencias, la parte del león se la lleva la asombrosa mejoría de la balanza de bienes y servicios. Una mejoría que, a su vez, se nutrió de un vigor exportador que ha sorprendido a propios y extraños pero, también, de una prolongada contención importadora, en línea con la debilidad de la demanda interna. Dicha contribución importadora, empero, suscita dudas acerca de la sostenibilidad del ajuste, una vez la economía interna recupere el tono. ¿Hasta qué punto son fundadas?

Empecemos por lo obvio: cuando el ciclo económico mejore y el gasto interno vuelva a crecer, lo normal es que las importaciones avancen; con mayor o menor brío, en función del ritmo de crecimiento económico y de la recuperación de competitividad acumulada durante estos años. Si el resto de partidas se mantuvieran invariables, ese mayor empuje importador conllevaría, sin duda, un deterioro del saldo exterior. Ahora bien: existen motivos para creer que la eventual recuperación de las importaciones podrá compensarse por la vía exportadora, espoleada por la mejoría económica de la eurozona pero, sobre todo, por mejoras estructurales. Entre dichas mejoras, destacan: (1) sustanciales ganancias en competitividad exterior (véase el segundo gráfico); (2) un aumento notorio de la base de empresas que exportan, que difícilmente volverán a limitarse al mercado interior incluso cuando la situación mejore; y (3) una creciente diversificación en términos de mercados-destino y del tipo de producto que se exporta.

¿Pero cuán importante se anticipa el efecto cíclico versus el estructural? A modo indicativo, a partir de un sencillo análisis econométrico que relaciona el saldo corriente con ciclo económico y competitividad, estimamos que un 55% de la corrección del déficit por cuenta corriente entre 2007-2012 vendría explicada por el ciclo. El 45% restante se atribuiría a mejoras de competitividad y a otros avances de cariz estructural. Si trasladamos el análisis a futuro, partiendo de un déficit del 1,1% del PIB; suponiendo (1) que la fase recesiva del ciclo se corrige en cinco años (lo que, calculamos, acarrearía un deterioro del saldo corriente de 2,7 puntos de PIB); y (2) que la recuperación de ventajas estructurales prosigue a un ritmo similar al del último lustro, estimamos un déficit al final del periodo del 1,3% del PIB. Esta cifra es consistente con un escenario de sostenibilidad externa de la economía española. La clave está, pues, en perseverar por la vía de la competitividad y en impulsar el salto exportador del máximo número de empresas, en el máximo número de sectores y hacia el máximo número de países destino.

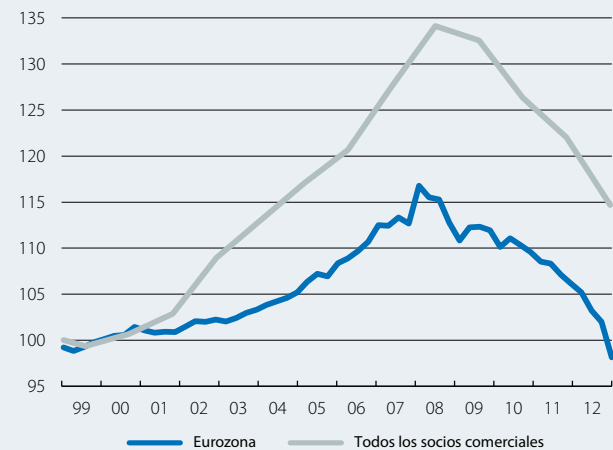
Balanza por cuenta corriente y componentes



Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

Mejoras en competitividad

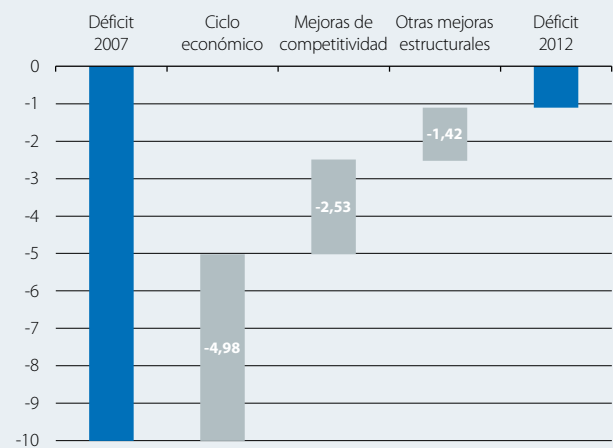
(Índices de competitividad en base a CLU, 1999 = 100)



Fuentes: Banco de España, FMI y elaboración propia.

Corrección del saldo corriente: determinantes

Contribución (% del PIB)



Fuentes: Banco de España, FMI y elaboración propia.

FOCUS · El Tesoro aprovecha las oportunidades de emisión

El año pasado, cuando las tensiones en los mercados de deuda europeos estaban en pleno apogeo, las subastas del Tesoro eran seguidas con la máxima atención. La demanda, el precio, los plazos, el grado de participación de inversores extranjeros... Todos los detalles se analizaban con minucia para valorar la confianza de los inversores internacionales en la economía española. Ahora las condiciones han cambiado, pero ¿hasta qué punto la confianza ha vuelto?

En los cinco primeros meses del año el ritmo emisor del Tesoro ha batido los registros de los últimos años. En mayo, el volumen alcanzó los 23.624 millones de euros (11.046 en mayo de 2012), y ya se han cubierto prácticamente la mitad de las necesidades de financiación previstas para el año, que estimamos en 240.000 millones de euros. En el caso de los títulos a largo plazo, el nivel de cobertura alcanza ya el 53,3%, una proporción claramente superior a la de los años anteriores, por debajo del 45%.

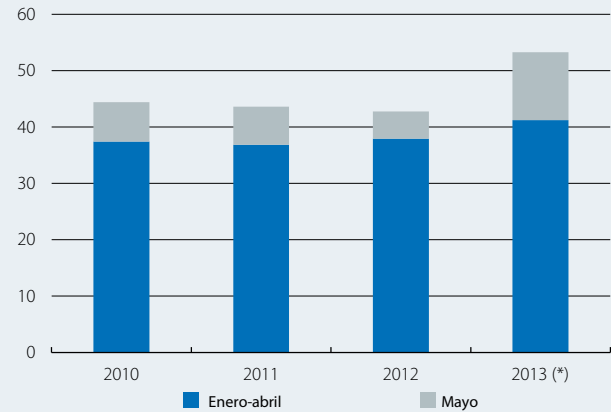
Además, el mayor ritmo de emisión no se ha hecho ni a costa de un aumento en el precio ni de una reducción de los plazos, todo lo contrario. En cuanto al precio, el menor coste de financiación de las nuevas emisiones redujo el tipo de interés medio de la deuda hasta el 3,84% en marzo, 6 puntos básicos menos que a finales del año pasado. Por lo que se refiere a los plazos, la vida media de la deuda en circulación se estabilizó en el primer trimestre de 2013 en los 6,3 años, poniendo fin a dos años consecutivos de caídas. Las subastas realizadas en abril y mayo han consolidado estas tendencias.

La valoración de otro elemento clave, el grado de participación de los inversores extranjeros en las subastas, también es muy positiva. El porcentaje de deuda pública española en manos de no residentes ha vuelto a aumentar durante los últimos meses hasta situarse en el 38,7% en marzo (tras tocar fondo en agosto de 2012 en el 33,5%). En la subasta sindicada a 10 años del 14 de mayo, por ejemplo, su participación alcanzó el 48%.

Por tanto, la valoración global debería ser muy positiva, pero algunas palabras de precaución son imprescindibles. No toda la mejora en las condiciones de financiación se debe a una mejor percepción de la economía española. Una mayor laxitud en las condiciones monetarias globales ha sido clave, así como el apoyo explícito del BCE a hacer todo lo que sea necesario para mantener la unidad del euro. El Tesoro ha hecho bien en aprovechar la mejora de las condiciones, pero la economía española no recuperará plenamente la confianza de los inversores internacionales hasta que haya completado los procesos de ajuste y presente una tasa de crecimiento sostenida en niveles aceptables.

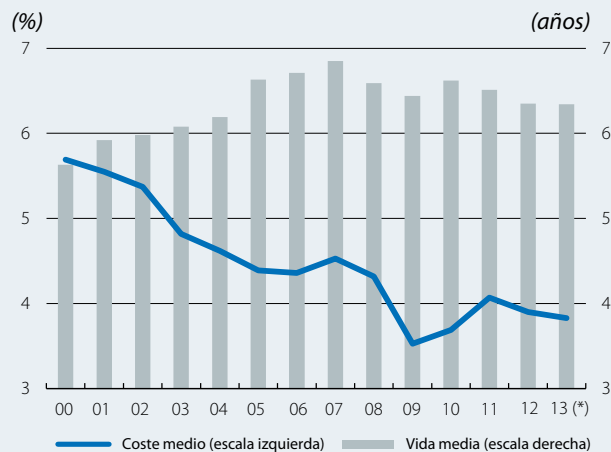
Emisiones de deuda del Tesoro a largo plazo

Proporción del total de emisiones de bonos y obligaciones anuales (%)



Nota: (*) Previsiones Área de Estudios y Análisis Económico de "la Caixa".
Fuentes: Banco de España, Tesoro Público y elaboración propia.

Coste medio y vida media de la deuda en circulación



Nota: (*) Datos de abril.
Fuente: Tesoro Público.

Deuda pública en manos de no residentes

Proporción de la deuda total en circulación (%)



Fuente: Tesoro Público.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE ESPAÑA

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

Indicadores de actividad

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13
Industria								
Consumo de electricidad	-1,3	-2,0	-1,9	-2,6	-2,0	-3,9	-2,6	...
Índice de producción industrial	-1,3	-6,0	-7,1	-5,2	-5,7	-4,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-12,5	-17,5	-17,4	-20,0	-17,9	-15,9	-17,4	-14,7
PMI de manufacturas (valor)	47,3	43,8	42,2	43,6	44,5	45,7	44,7	...
Construcción								
Visados obra nueva	-13,5	-42,7	-44,8	-47,8	-43,5	-28,0	...	...
Compraventa de viviendas	-18,1	-8,8	-11,3	0,5	3,0	7,9	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	6,1	2,2	2,6	4,9	-1,5	1,8	3,1	...
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	42,4	42,6	42,6	45,7	44,4	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,1	-6,7	-7,2	-10,2	-8,5	-5,5	...
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-14,0	-16,9	-21,6	-11,1	10,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-17,1	-31,7	-29,0	-35,2	-37,8	-32,6	-28,8	-31,6

Fuentes: Ministerio de Economía y Competitividad, Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística, Markit, Comisión Europea y elaboración propia.

Indicadores de empleo

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13
Afiliados a la Seguridad Social ⁽¹⁾							
Sectores de actividad							
Industria	-2,7	-5,3	-5,2	-5,9	-5,9	-5,8	-5,0
Construcción	-12,2	-17,0	-17,3	-17,7	-16,8	-15,8	-14,5
Servicios	0,2	-1,7	-1,6	-1,8	-2,6	-3,0	-3,2
Situación profesional							
Asalariados	-1,4	-3,8	-3,7	-3,9	-4,7	-5,1	-4,9
No asalariados	-1,2	-1,4	-1,3	-1,4	-1,6	-1,4	0,0
TOTAL	-1,3	-3,4	-3,2	-3,5	-4,1	-4,4	-4,1
Población ocupada ⁽²⁾	-1,9	-4,5	-4,8	-4,6	-4,8	-4,6	
Contratos registrados ⁽³⁾							
Indefinidos	-9,2	-1,3	-5,6	-3,9	23,8	18,4	9,1
Temporales	1,2	-4,0	-3,4	-3,3	-3,3	-2,4	14,2
TOTAL	0,3	-3,9	-3,6	-3,3	-1,5	-0,8	13,8
Paro registrado ⁽³⁾							
Menores de 25 años	0,6	4,5	7,3	4,0	0,5	-4,3	-5,2
Resto de edades	5,4	11,7	12,4	12,8	11,7	8,4	6,4
TOTAL	4,8	10,9	11,9	11,9	10,5	7,1	5,2

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

Fuentes: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística, Servicio Público de Empleo Estatal y elaboración propia.

Precios

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13
General	3,2	2,4	2,0	2,8	3,1	2,6	1,4	1,7
Subyacente	1,7	1,6	1,2	1,6	2,3	2,2	1,9	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	1,9	2,5	3,3	3,3	2,7	...
Productos energéticos	15,8	8,8	7,8	11,0	8,8	4,8	-2,5	...

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Sector exterior

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

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	01/13	02/13	03/13
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	15,4	3,8	3,5	4,2	4,2	7,9	2,4	2,0
Importaciones (variación interanual)	9,6	-2,8	-2,2	-2,1	-6,4	5,7	-9,8	-15,0
Saldo corriente	-39,8	-11,3	-32,4	-24,3	-11,3	-9,2	-4,6	0,0
Bienes	-42,3	-25,8	-37,1	-32,7	-25,8	-25,5	-22,9	-19,2
Servicios	34,6	37,1	35,7	37,1	37,1	37,5	38,3	38,6
Rentas	-25,7	-18,6	-24,7	-21,4	-18,6	-17,4	-16,5	-16,0
Transferencias	-6,4	-4,0	-6,3	-7,3	-4,0	-3,9	-3,5	-3,4
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-34,3	-4,7	-27,4	-19,1	-4,7	-2,4	2,8	7,3

Fuentes: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, Banco de España y elaboración propia.

Sector público

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

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-9,4	-10,6	-4,4	-6,3	-10,6	...	-
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-7,8	-4,6	-5,3	-7,8	-1,6	-2,4
Comunidades autónomas	-3,3	-1,8	-0,7	-0,9	-1,8	-0,1	...
Corporaciones locales	-0,4	-0,2	0,0	0,1	-0,2	...	-
Seguridad Social	-0,1	-1,0	0,9	-0,1	-1,0	0,2	...
Deuda pública (% PIB)	69,3	84,2	76,0	77,4	84,2	...	-

Nota: (1) Incluye medidas ligadas a la reestructuración bancaria.

Fuentes: IGAE, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Banco de España y elaboración propia.

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	Saldo 03/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros ⁽²⁾							
Sector privado	-2,0	-4,0	-3,2	-4,2	-5,4	-7,7	1.940,4
Empresas no financieras	-2,0	-4,1	-2,9	-4,3	-6,4	-10,1	1.120,2
Hogares ⁽³⁾	-2,0	-3,8	-3,6	-4,1	-4,1	-4,4	820,2
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	15,9	14,9	13,8	15,0	17,2	18,8	923,3
TOTAL	1,8	0,6	0,9	0,5	0,3	-0,7	2.863,7
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias							
Total depósitos	0,3	-4,5	-5,1	-6,2	-2,7	-0,1	1.183,1
A la vista	1,9	0,2	1,8	-0,9	-1,9	0,9	274,9
De ahorro	-1,4	-2,8	-5,0	-0,8	0,2	-0,6	195,8
A plazo	0,6	-6,7	-7,3	-9,6	-4,4	-0,9	691,0
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	-17,8	-7,1	20,1	20,5	21,3
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-4,4	-13,2	-11,0	-19,2	-18,3	-20,2	151,5
TOTAL	-0,4	-5,7	-5,9	-8,0	-4,8	-2,8	1.334,6
Tasa de morosidad (%)	6,8	9,7	9,1	10,4	11,0	10,6	-
Tasa de cobertura (%)	59,5	60,7	57,1	60,4	67,8	71,3	-

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.

Fuentes: Banco de España y elaboración propia.

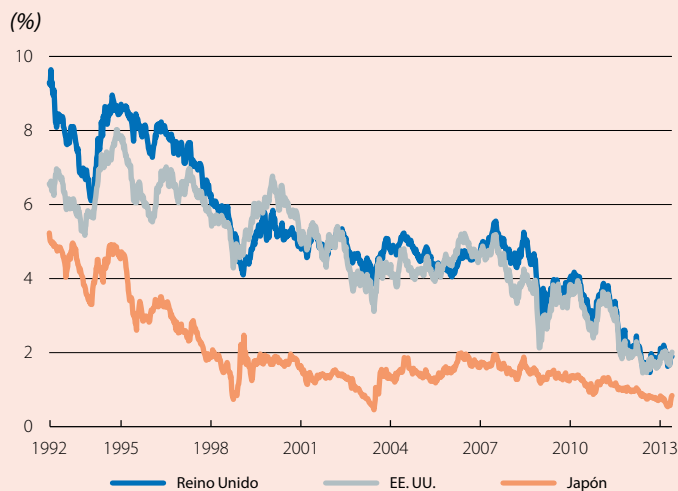
LA INVERSIÓN, CLAVE PARA EL CRECIMIENTO

¿Por qué son tan bajos los tipos de interés reales a nivel global?

A lo largo de las últimas décadas, los tipos de interés internacionales se han orientado a la baja, hasta alcanzar en la actualidad niveles inusualmente reducidos. La persistencia e intensidad del descenso han sorprendido a inversores, responsables de política económica y académicos. *A posteriori* se han ido elaborando diversas explicaciones plausibles para las distintas fases que ha atravesado el proceso, pero lo cierto es que los repetidos pronósticos de cambio a una tendencia alcista sostenida de los tipos se han incumplido una y otra vez. De hecho, en estos momentos la opinión de consenso vuelve a apuntar en la dirección ascendente, lo que invita a repasar la experiencia acumulada tanto en el plano conceptual como en el empírico.

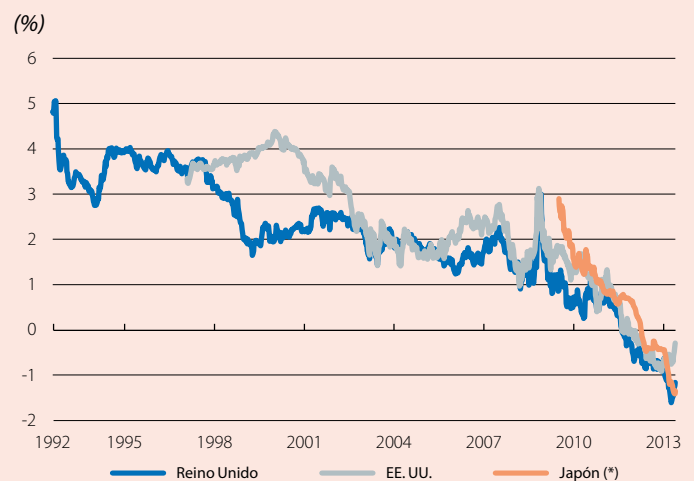
Una consideración inicial es importante: la tendencia bajista relevante se refiere a los tipos de interés reales libres de riesgo. Es decir, detrayendo la compensación por la inflación esperada así como la prima de riesgo crediticio. Desde mediados de los años ochenta, buena parte del descenso de los tipos nominales obedece a la disminución de las expectativas de inflación, que a su vez tiene como factor explicativo básico la credibilidad creciente de los bancos centrales en relación con sus objetivos de estabilidad de precios. En cualquier caso, la evolución de los tipos nominales ha recogido también, en especial desde principios de los noventa, una reducción muy significativa del componente real, y es precisamente ahí donde han surgido las sorpresas y se abren los interrogantes de futuro. Por su parte, la prima de riesgo crediticio está siendo clave, por ejemplo, en el ámbito de la crisis de la deuda e institucional de la eurozona, dando pie a un notable aumento de los tipos de interés en los países periféricos. No obstante, los de los bonos soberanos de países considerados seguros (como EE. UU., Japón, Reino Unido, Canadá, Alemania y otros) han mantenido la senda descendente, lo que sugiere la presencia de factores comunes.

Yields nominales de la deuda soberana a 10 años



Fuente: Bloomberg.

Yields reales de la deuda soberana a 10 años



Nota: (*) Yield real a seis años.

Fuente: Bloomberg.

Cuando en 2007 empezó la crisis financiera, ya hacía tiempo que se había abierto un debate muy animado sobre las causas del descenso de los tipos reales en los países desarrollados. Se habían postulado dos líneas argumentales básicas. Una aludía a la existencia de un exceso relativo de ahorro a nivel global. La otra ponía el foco en la laxitud de las políticas monetarias, en particular por parte de la Reserva Federal (Fed). Por desgracia, alrededor de este elemento afloraron dosis elevadas de ideología política, enturbiando en ocasiones el examen objetivo de los hechos. Con la perspectiva que da el tiempo, tanto los argumentos conceptuales como los estudios empíricos parecen dar apoyo a la hipótesis de la superabundancia relativa de ahorro (*saving glut*). Precisamente el hoy presidente de la Reserva Federal, Ben Bernanke, realizó uno de los análisis más convincentes al respecto, diseccionando la poderosa influencia de las decisiones de ahorro e inversión a lo ancho del globo sobre la curva de tipos reales en los países desarrollados. De su enfoque se desprende que la gestión por parte de la Fed del tipo oficial (que es el tipo nominal de muy corto plazo) no tuvo más que un papel secundario y subsidiario, en el sentido de acomodar las dinámicas en las variables reales.

Diversos factores, unos mejor y otros peor identificados, contribuyeron a generar las condiciones de ahorro abundante e inversión escasa, en un mundo con mercados de capitales crecientemente integrados. El aumento del precio del petróleo transfirió

rentas hacia los países productores, que suelen tener tasas de ahorro elevadas, en especial los de la región del Golfo. En Europa y Japón, la demografía y el envejecimiento de la población impulsaban también el ahorro de las familias con vistas a la jubilación. Más enigmático, pero no por ello menos relevante, la inversión empresarial se mostraba tímida. Posiblemente los desarrollos más llamativos tuvieron lugar en la pujante Asia, aparentemente como reacción defensiva tras las traumáticas crisis financieras de los noventa. De entrada, los Gobiernos de la región aumentaron el ahorro por motivos de precaución y en consonancia con su estrategia mercantilista, acumulando reservas que se invertían en bonos de EE. UU. y otros países desarrollados. A continuación, el sector privado también elevó el ahorro (máxime en ausencia de un estado del bienestar que aportara seguridad) a la vez que moderaba la inversión. Todo ello en un contexto de pobre desarrollo de los mercados financieros y los marcos jurídicos locales, lo que empujaba a dirigir los recursos hacia activos financieros occidentales, que se percibían seguros y líquidos, dando pie a la denominada escasez de activos seguros (*safe assets shortage*).

Sobre este panorama de fondo, las dinámicas que siguieron a la crisis financiera iniciada en 2007 con las hipotecas *subprime*, la posterior escalada post-Lehman, y la deriva en la crisis de la eurozona, no hicieron sino prolongar la senda bajista de los tipos reales. Entraron en juego factores adicionales y otros se reforzaron. Primero, la propia desaceleración económica global en un contexto de necesidad inexorable de desapalancamiento para numerosos agentes económicos, forzando el aumento del ahorro de unos y la contención de la inversión de otros. Segundo, la presencia de disfunciones en el sistema financiero, especialmente en los canales de financiación de las pymes, constriñendo su demanda de inversión. Tercero, una mayor aversión al riesgo general, ante la elevada incertidumbre macroeconómica reinante y la persistente inestabilidad financiera. Términos como *flight to quality* o *safe haven demand* han constituido el mantra inversor durante los años duros de la crisis, empujando al alza el precio de los bonos soberanos de elevada calidad y a la baja el tipo de interés.

En los últimos dos años algunos de estos factores han ido remitiendo y, sin embargo, los tipos reales han descendido todavía más. EE. UU. y los países emergentes han ido recuperando el pulso económico y la calma financiera, e incluso en la eurozona parece quedar atrás lo peor de la crisis. La inversión empresarial se está recuperando en EE. UU., mientras que los déficits públicos siguen siendo muy elevados en el conjunto de economías desarrolladas. Por su parte, activos financieros de riesgo como las acciones o los bonos basura han mejorado su cotización, en un clima de renovado apetito de los inversores. De hecho, han vuelto las advertencias de una excesiva asunción de riesgos en el conjunto del sistema. Sin embargo, los tipos nominales y reales no están aumentando. En este periodo parece que la explicación se encuentra en las actuaciones no convencionales de los bancos centrales, primero y ante todo la Fed, y más recientemente el Banco de Japón. Dos medidas han demostrado capacidad de afectar al conjunto de la curva de tipos reales: la política de comunicación (*forward guidance*) y la expansión cuantitativa o compra directa de bonos (*quantitative easing*). La primera modifica la senda esperada del tipo oficial real a corto por los agentes, en la medida que el banco central sea creíble y concreto. La segunda incide sobre la prima temporal (que es la remuneración extra que exige el inversor por adquirir bonos de largo plazo en lugar de ir reinvertiendo en instrumentos de corto plazo). Combinadas tienen un efecto significativo, que se extiende más allá del país que la aplica.

En definitiva, se diría que durante años hemos asistido a una cadena de tormentas perfectas que se han conjurado para impulsar persistentemente los tipos reales a la baja, encadenando *saving glut*, *safe asset shortage*, *flight to quality* y *quantitative easing*. Sin duda, los análisis prospectivos deben tener en cuenta estos elementos, pero visto lo visto, merece la pena dejar espacio para aventurar qué factor sorpresa nos puede deparar la economía global y frustrar una vez más el vaticinio de tipos reales al alza.

Departamento de Mercados Financieros
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Para cosechar hay que sembrar

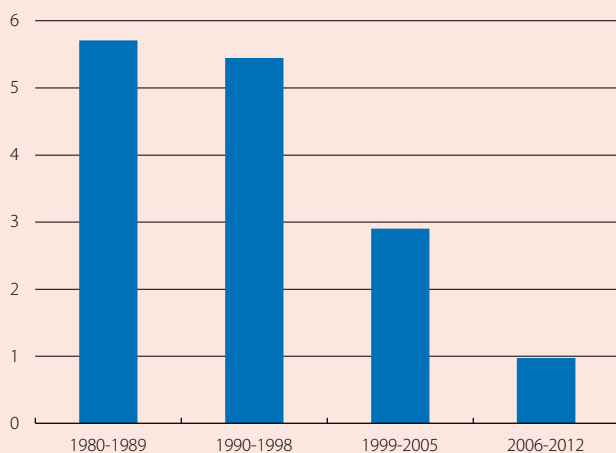
Si sembrar regularmente el campo es imprescindible para obtener buenas cosechas, mantener un buen ritmo de inversión lo es para el crecimiento de la economía. Si no se siembra el campo, no habrá frutos que cosechar, al igual que si una economía no invierte, difícilmente podrá producir. Una lógica aplastante que si se aplica a la situación actual de los países desarrollados nos dejaría muy preocupados. Los matices, sin embargo, son importantes.

Como se observa en el gráfico siguiente, tanto en la década de los ochenta como en la de los noventa, la inversión productiva se mantuvo en cotas elevadas en los principales países avanzados. Concretamente, en los ochenta el crecimiento anual promedio de la inversión en maquinaria fue del 5,7%, y en los noventa, del 5,4%. A partir de entonces, sin embargo, el ritmo de avance ha sido mucho más pobre. La tasa de crecimiento promedio durante los primeros años del siglo XXI se quedó en un mero 2,9%. Una cifra que todavía se ha reducido más con la recesión. Entre 2006 y 2012 se ha quedado en el 1,0%.

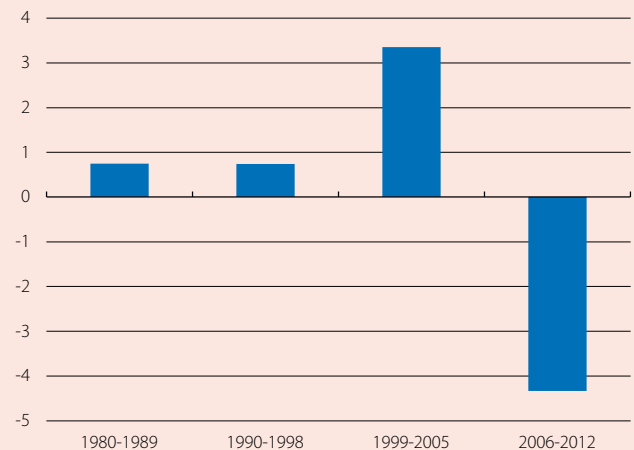
La fuerte desaceleración de la inversión que se ha producido en los países desarrollados es todavía más llamativa cuando se compara con lo que ha sucedido en los principales países emergentes. En China, por ejemplo, el ritmo de crecimiento de la inversión entre 2000 y 2012 fue del 14% y en la India, del 9,6%, unos niveles superiores a los registrados en los noventa, del 12,9% y del 7,1%, respectivamente.

Evolución histórica de la inversión en maquinaria y residencial en los países desarrollados

Inversión en maquinaria. Crecimiento anual promedio (%)



Inversión residencial. Crecimiento anual promedio (%)



Nota: Los países incluidos en la muestra son: Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Países Bajos, Irlanda, Italia, Japón, Reino Unido, Portugal y Suecia.
Fuentes: Ameco y elaboración propia.

Los factores que explican la caída de la inversión en los países avanzados son varios. Aunque parezca contradictorio, el progreso tecnológico es uno de ellos. La razón no es económica, sino que es la dificultad de contabilizar adecuadamente la inversión de forma comparable a lo largo del tiempo. Un tractor, por ejemplo, es bastante parecido ahora que hace 20 años, pero un ordenador, aunque el precio sea similar, tiene unas prestaciones muy superiores. Cuando estas se tienen en cuenta, midiendo el aumento de la capacidad de memoria o de la velocidad de los procesadores, por ejemplo, el aumento de la inversión en términos reales es muy superior. Sin embargo, la disponibilidad y la fiabilidad de los datos es muy limitada como para llevar a cabo este ejercicio para todos los productos. Medir con precisión el aumento de la inversión en los productos con un elevado contenido tecnológico es, por lo tanto, muy difícil y se tiende a infraestimar⁽¹⁾. Otro factor a tener presente es la creciente inversión en capital humano, más necesaria cuanto mayor es el progreso tecnológico. Esta, sin embargo, no se tiene en cuenta cuando se compara la inversión en capital físico entre países. Estos dos factores ayudan a quitar un poco de dramatismo al declive observado.

Otro factor que no parece ajeno al desplome de la inversión productiva es el *boom* inmobiliario que muchos países experimentaron durante la última década. Como se observa en el gráfico anterior, en los años ochenta y noventa, mientras la inversión en maquinaria registraba tasas de crecimiento más que notables, la inversión residencial se mantenía en cotas relativamente bajas.

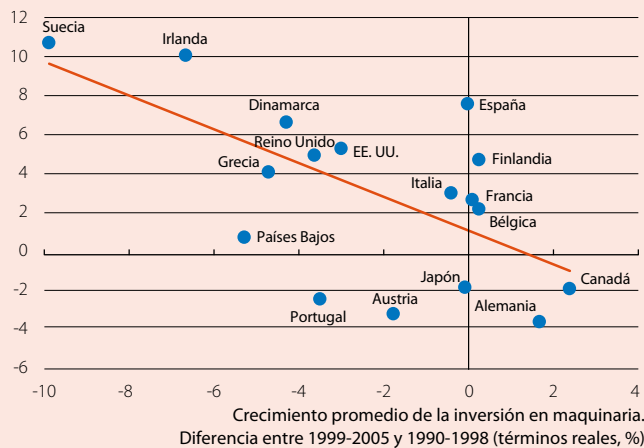
(1) Para más información véase Caselli, Francesco. 2008. «Growth accounting». *Palgrave Dictionary of Economics*.

Esta relación se invirtió a finales de los años noventa: la caída de la inversión productiva parece que fue compensada por un aumento de la inversión residencial.

¿Mera coincidencia? El patrón que se observa al analizar lo que sucedió en los distintos países sugiere que no. Como muestra el gráfico siguiente de la izquierda, allí donde la inversión residencial se mantuvo en niveles relativamente bajos, como en Alemania, la inversión en maquinaria aceleró el ritmo de crecimiento. En cambio, en los países en que la inversión residencial creció a un mayor ritmo, como en Irlanda, EE. UU. o el Reino Unido, la inversión productiva frenó el ritmo de crecimiento. En general, cuanto más elevada fue la tasa de crecimiento de la inversión residencial, más cayó el ritmo de crecimiento de la inversión en maquinaria. Parece, pues, que en la mayoría de países el *boom* inmobiliario detrajo recursos a la economía productiva. España se mantiene un poco al margen de esta relación, ya que a pesar de experimentar un importante *boom* inmobiliario, el ritmo de crecimiento de la inversión productiva se mantuvo prácticamente inalterado en cotas relativamente elevadas (véase el artículo «La inversión española recibe el impulso del sector exterior» del presente Dossier para un análisis más detallado).

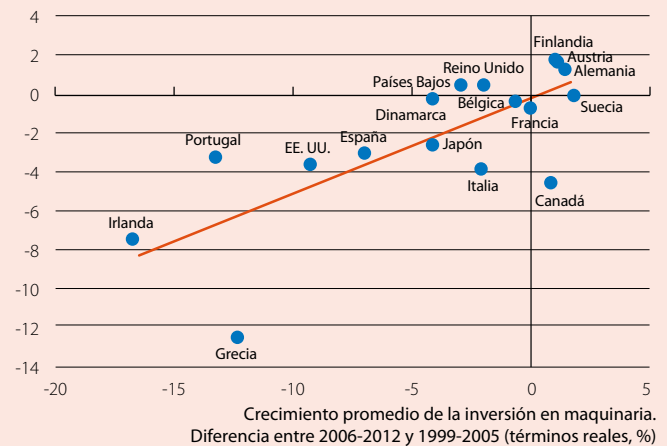
El boom inmobiliario ha afectado la inversión productiva

Crecimiento promedio de la inversión residencial entre 1999-2005 (términos reales, %)



Fuentes: Ameco y elaboración propia.

Crecimiento promedio de la inversión residencial entre 2006-2012 (términos reales, %)



Los efectos del *boom* inmobiliario sobre la capacidad de inversión de los países desarrollados no se acaban aquí. Las recesiones asociadas a crisis inmobiliarias suelen ser más largas y profundas y afectan de forma muy especial a la capacidad de inversión de las empresas. En la medida en que el valor de las garantías reales de las que disponen se deteriora, también lo hace su capacidad crediticia. Además, estos periodos suelen ir acompañados de crisis bancarias, lo que también limita la oferta de crédito. La actual recesión cumple todos los requisitos, por lo que no sorprende que la inversión productiva haya tenido una peor evolución en los países donde la inversión residencial ha caído más (véase gráfico anterior de la derecha). En Irlanda, país en el que la inversión residencial ha caído un 75% entre 2006 y 2012, la inversión en maquinaria ha retrocedido un 32%. Alemania vuelve a situarse en el polo opuesto: la inversión residencial ha aumentado un 3,7% y la productiva, un 7,8%.

Desafortunadamente, la inversión pública no solo no ha podido compensar este batacazo sino que, de hecho, lo ha amplificado. Es en los países en que más ha caído la inversión productiva y la inversión residencial, donde más ha caído la inversión pública. Los casos de Irlanda y Alemania vuelven a ser ejemplares. El país teutón no solo ha mantenido la tasa de crecimiento de la inversión productiva en positivo durante los últimos años, sino que además ha podido aumentar la inversión pública. En el país celta, en cambio, el retroceso anual promedio entre 2007 y 2012 ha sido del 17%. España, con una caída del 5%, no se ha mantenido al margen de la tendencia general.

En definitiva, aunque se ha sembrado más de lo que parece, las cosechas no serán muy abundantes las próximas temporadas. Pero a medida que la borrasca amaine, y la economía se recupere, aquellos recursos que antes se destinaban a campos de escaso rendimiento se podrán utilizar para sembrar los más productivos. El sector público no debería mantenerse ajeno a este proceso y, en la medida de lo posible, el grueso de la consolidación fiscal no debería recaer en la inversión pública. Para cosechar hay que sembrar.

Oriol Aspachs
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

La inversión española recibe el impulso del sector exterior

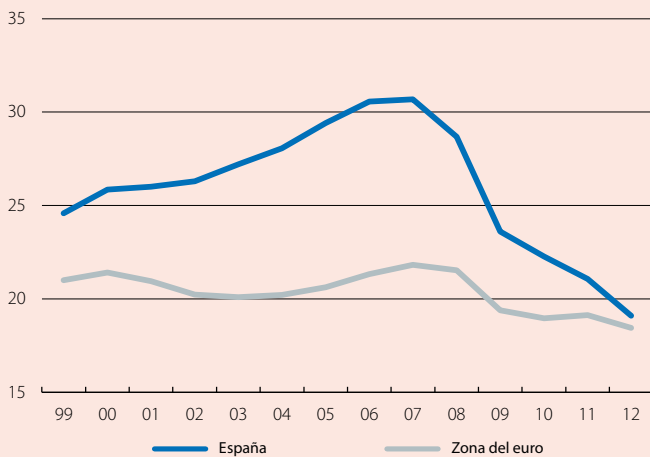
Durante los últimos años, la evolución de la inversión en España parece seguir el movimiento de un péndulo. El dinamismo inversor iniciado tras la adopción de la moneda única fue reemplazado, a partir de 2008, por una importante contracción. El cambio de sentido fue tan fugaz que ahora cuesta imaginar que pueda volver a darse la vuelta. No obstante, como si de un péndulo se tratara, los factores que forjaron el cambio están perdiendo fuerza y, al mismo tiempo, otros, nuevos, están empezando a ganar impulso y podrían devolverla al otro lado del espectro. ¿Cuáles son estos factores?, ¿hasta dónde la podrían llevar?

Vayamos por partes. Aunque ahora parezca difícil que la inversión pueda volver a anotar tasas de crecimiento positivas, es preciso recordar el excelente comportamiento que tuvo durante el periodo expansivo. No solo por la tasa de crecimiento que exhibió, que fue de las más elevadas de la eurozona, sino también por los factores que la impulsaban. Entre 1999 y 2007, la tasa de crecimiento promedio fue del 5,6% anual en términos reales. La inversión era, de hecho, uno de los principales motores de la economía. Otra muestra de ello es que su peso en el PIB aumentó en 6,1 puntos porcentuales y alcanzó el 30,7% en 2007. Ciertamente, la inversión residencial tuvo un papel protagonista: creció a un ritmo del 6,2% anual, impulsada por el intenso dinamismo del mercado inmobiliario. Pero la inversión productiva también demostró una notable capacidad de crecer de forma intensa y sostenida. Así, por ejemplo, la inversión en maquinaria aumentó su dinamismo hasta registrar, en media, una tasa de variación del 4,0% anual.

En 2008, el estallido de la recesión económica puso fin a esta etapa, tanto en España como en el resto de los países de la eurozona, aunque la corrección fue especialmente severa en los países de la periferia. En España el retroceso de la inversión real alcanzó el 8,8% anual entre 2007 y 2012 (frente al 3,5% en el conjunto de la eurozona). Como consecuencia, el peso de la inversión sobre el PIB se redujo, a finales del año pasado, hasta niveles mínimos de las últimas cuatro décadas, en el 19,1% concretamente. Este colapso ha encendido las luces de alarma respecto a la capacidad de la inversión para apoyar la recuperación de la economía durante los próximos años.

Intensa corrección de la inversión española a partir de 2008

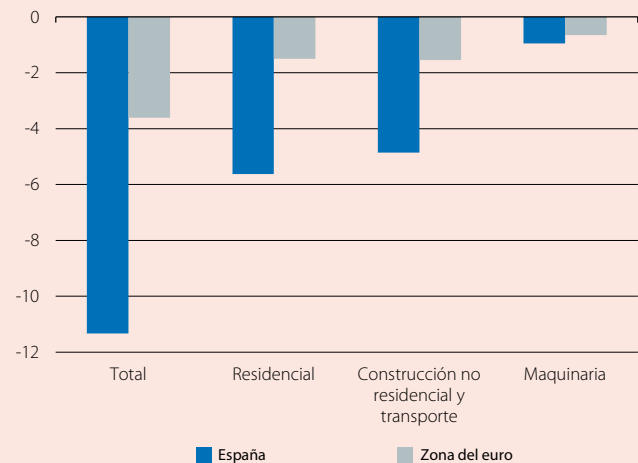
Inversión (% PIB)



Fuente: AMECO.

La inversión en maquinaria es la que menos se contrae

Contribución a la variación del PIB 2007-2012 (p. p.)



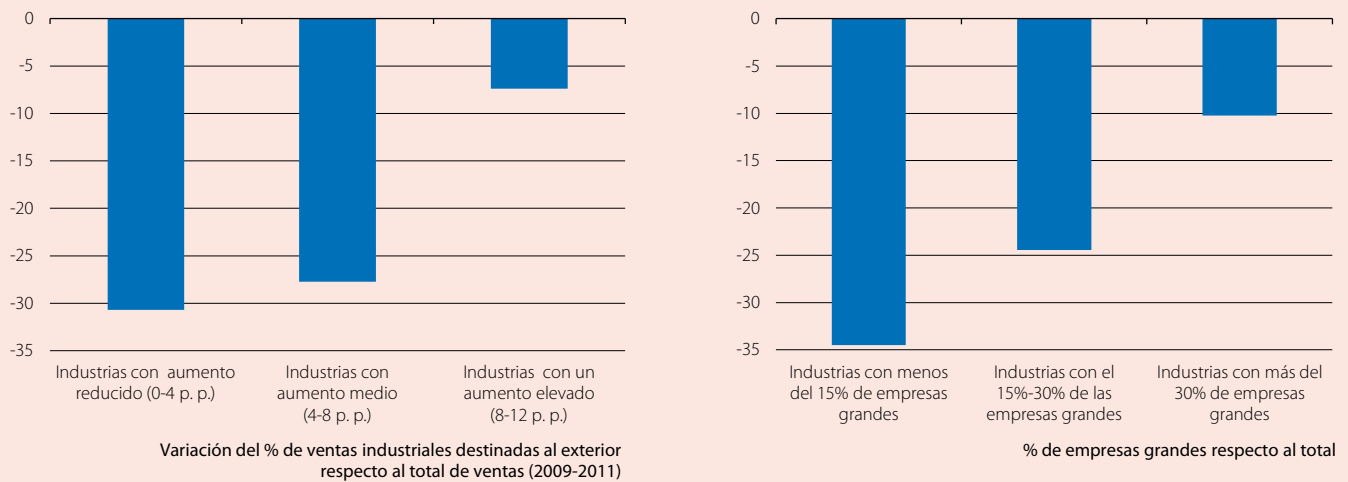
Fuente: AMECO.

Sin embargo, un elemento que permite relativizar esta preocupación es la menor caída de la inversión productiva durante el periodo contractivo. En efecto, desde 2008, gran parte de la caída de la inversión responde a la corrección de los desequilibrios generados durante el ciclo expansivo previo. De ahí que el peso relativo de la inversión española respecto al PIB aún se mantuviera, a finales de 2012, por encima de la media europea. El desglose de la contribución de la inversión al crecimiento económico entre 2007 y 2012 refuerza esta idea. Los componentes que presentaron un deterioro relativamente mayor que la media de la zona del euro fueron la inversión residencial y la inversión en construcción no residencial y transporte. En gran medida, esta diferencia con respecto a la zona del euro se explica por el intenso ajuste de la actividad inmobiliaria iniciado en 2008 con el estallido de la burbuja inmobiliaria. Este comportamiento contrasta con la menor reducción de la inversión en maquinaria, que presentó una contribución al crecimiento del PIB muy similar a la media europea.

¿Cuál podría ser la fuerza que impulse de nuevo la inversión en maquinaria hacia tasas de crecimiento positivas? Dada la debilidad de la demanda interna, la respuesta hay que buscarla al otro lado de la frontera. La mejora de la competitividad de la economía española durante los últimos años está ayudando a reorientar la producción española hacia el mercado exterior. Esto podría permitir que, mientras la economía finaliza los distintos procesos de ajuste, la inversión pueda empezar a recuperarse. Los datos de la encuesta industrial de empresas del año 2011 refuerzan esta tesis. Según estos, aquellas industrias donde el porcentaje de las ventas al extranjero sobre el total ganó un mayor peso entre 2009 y 2011 fueron también las que registraron, en promedio, una menor reducción de la inversión. Destaca el caso de la industria farmacéutica que, con un aumento de la proporción de sus ventas al extranjero del 9,9%, fue de las pocas que aumentó su inversión durante estos dos años, concretamente un 9,8%. Estos mismos datos señalan a las empresas de mayor tamaño como las que más se benefician del apoyo de la demanda externa. En términos generales, las grandes empresas presentan una mayor competitividad que sus homólogas de menor tamaño y tienen una mayor capacidad para hacer frente a los costes fijos que supone la internacionalización. Así, a pesar de la escasa desagregación de los datos, observamos que aquellas industrias con una mayor proporción de empresas grandes son las que presentaron una menor corrección de la inversión entre 2009 y 2011.

Las empresas grandes y que se internacionalizan son las que menos reducen su inversión

Variación inversión nominal (2009-2011)



Fuentes: INE y elaboración propia.

Ya por último, un componente que debería, más pronto que tarde, contribuir al proceso de recuperación de la inversión es la inversión pública. Hasta el momento, esta partida ha sido una de las más afectadas por los programas de consolidación fiscal de los últimos años. Concretamente, la reducción neta de esta partida ha concentrado el 38% de la reducción del gasto público entre 2009 y 2012, convirtiéndose en una de las principales vías de ajuste fiscal. Sin embargo, el margen de maniobra para poder seguir reduciendo la inversión pública parece muy limitado, por lo que será necesario buscar fórmulas que combinen el proceso de consolidación fiscal con un retorno gradual de la inversión pública, especialmente en aquellos proyectos que mejoren la internacionalización y la competitividad de la economía española. En el Programa de Estabilidad, sin embargo, el peso de la inversión pública respecto al PIB está previsto que siga reduciéndose durante los próximos años, aunque a un ritmo inferior al registrado recientemente.

En definitiva, si bien es cierto que el ajuste de la inversión desde 2008 ha sido muy intenso, la buena evolución de la inversión productiva en los años previos a la crisis hace pensar que la capacidad de crecimiento de este componente no es, para nada, despreciable. Su menor caída durante la crisis también sugiere que existe un fondo de resistencia importante. En este sentido, el apoyo que está ofreciendo el sector exterior es muy prometedor.

Joan Daniel Pina
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

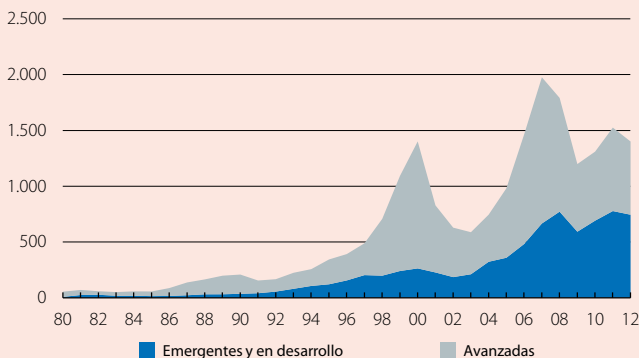
Inversión extranjera directa: ¿el mundo al revés?

Marzo de 2008: Tata Motors (India) adquiere Jaguar Land Rover (Reino Unido). Enero de 2011: Hutchison (Hong Kong) refuerza su participación en la empresa barcelonesa Tercat. Noviembre de 2011: Gazprom (Rusia) adquiere la eléctrica alemana Envacom. Febrero de 2013: Citic Group (China) invierte en Alumina LTD (Australia). Mayo de 2013: America Movil (México) compra Start Wireless Group (EE. UU.) y Petrobras (Brasil), el 50% de Natgas Block (Australia).

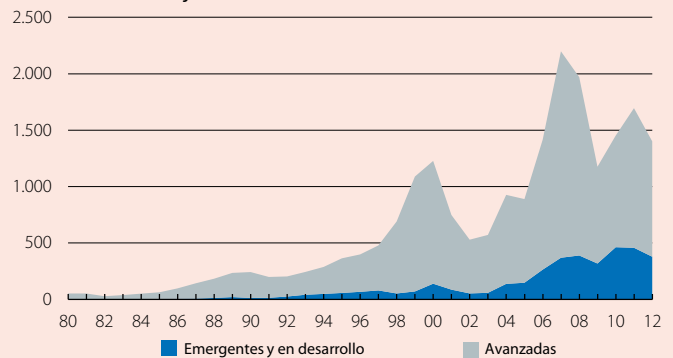
En apenas tres décadas, los flujos de inversión extranjera directa (IED) han pasado de ser coto prácticamente exclusivo de las economías avanzadas a otorgar un protagonismo creciente a los países emergentes. Y ya no solo como destino de dichos flujos —copando el 50% de las entradas en 2012—, sino también —y cada vez más— como inversores directos en activos europeos, norteamericanos, japoneses o australianos. ¿Qué ha cambiado?

Un peso creciente de la IED desde y hacia economías emergentes

Entradas de IED, flujos (miles de millones de dólares)



Salidas de IED, flujos (miles de millones de dólares)



Nota: Por razones contables y de quien reporta la información, las salidas no siempre coinciden con las entradas.

Fuentes: UNCTAD y elaboración propia.

Uno de los factores de impulso de la IED hacia economías emergentes ha sido el avance mundial de las normas de protección de los derechos de propiedad intelectual, espoleado por el acuerdo internacional TRIPS (*Trade Related Aspects of Intellectual Property Rights*). A semejanza de una inédita ley de patentes en la Inglaterra de 1624 que allanó el terreno para la revolución industrial, dicho acuerdo, firmado en 1995 y consumado en 2006 bajo el amparo de la Organización Mundial del Comercio (OMC), cambió las reglas del juego en el ámbito de la inversión internacional. Su efecto palanca actúa vía reducción del riesgo de apropiación o imitación de ideas en el que incurren las empresas inversoras, especialmente las punteras en innovación y tecnología, cuando se establecen en países con entramados institucionales menos desarrollados⁽¹⁾.

Otro cambio de cariz regulatorio-institucional que ha impulsado la IED hacia el mundo emergente fue el ingreso de China en la OMC como miembro de pleno derecho en 2001. Los compromisos que adquirió aceleraron la liberalización de su economía, incluida una sustancial rebaja de aranceles (del 16,4% al 7,8%, en promedio). Dada la creciente importancia del comercio internacional en bienes intermedios, cuanto menores sean las barreras comerciales de un país, más atractivo resulta para una empresa que pondera deslocalizar allí alguna parte de su cadena de producción, por ejemplo, vía IED.

Sin duda, los menores costes de producción y la mayor laxitud regulatoria en los emergentes, sobre todo en el ámbito medioambiental y tributario, también constituyen polos de atracción de multinacionales foráneas, mayoritariamente empresas que persiguen eficiencia en costes para sobrevivir en un mercado global cada vez más competitivo. En contraste, el mayor dinamismo de los mercados emergentes también ha seducido a otro tipo de IED que persigue ampliar o diversificar mercado. Ese dinamismo resulta particularmente atractivo para sectores orientados al consumo interno: a modo de ejemplo, en el sector de alimentación y bebidas, un 72% (en valor) de las operaciones de fusión o adquisición internacionales en 2012 se dirigió a destinos emergentes, con un avance notable en India y Rusia⁽²⁾.

Con todo, el hecho diferencial en el nuevo patrón de IED radica en el impulso inversor de los propios emergentes: en la actualidad, sus inversiones representan en torno al 30% del total de flujos, cuando a principios de los noventa no llegaban al 10%. La mayor

(1) Branstetter *et al.* (2006) estiman que una mejora cualitativa en la protección de dichos derechos se traduce en un aumento del 30% en los pagos de *royalties* de las filiales en países emergentes a la matriz en EE. UU., indicativo de una mayor inversión en esas filiales.

(2) Véase <http://www.squiresanders.com/global-trends-in-consumer-and-retail-m-and-a-2013/>.

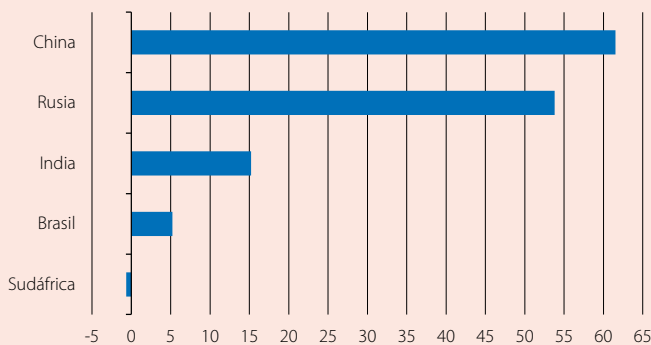
parte de esa IED emergente proviene de los BRIC, con China (4,5% del total mundial de flujos en 2012) y Rusia (3,5% del total mundial) en cabeza, y se dirige hacia destinos avanzados (lo que en la jerga académica se denomina flujos Sur-Norte) —principalmente la UE y, en menor medida, EE. UU.— . Asimismo, los flujos Sur-Sur son cada vez más importantes, hasta el punto que un 50% del stock de IED en manos de los BRIC ya se localiza en otros países emergentes.

¿De dónde surge ese impulso inversor? El crecimiento económico de los emergentes no solo ha contribuido a su atractivo para las empresas foráneas sino que también ha espoleado la inversión extranjera de los propios emergentes en el exterior. No en vano, sus modelos de crecimiento se han sustentado en estrategias sesgadas hacia la exportación, que han generado abultados superávits por cuenta corriente. Dichos superávits —ahorro emergente, al fin y al cabo— se han canalizado, en gran medida, hacia IED. En el caso de China, fue, además, una opción estratégica: en 1999, se estrenó la iniciativa *Going out* que pretendía, explícitamente, impulsar su posición inversora en el exterior en forma de IED. Desde entonces, las salidas de IED china se multiplicaron por 12, hasta los casi 65.000 millones de dólares en 2012.

En lo relativo a los flujos Sur-Norte, domina el objetivo de diversificar o ampliar mercado y suele materializarse vía adquisición más que inversión orgánica. Además de mercados consolidados, otros atractivos del norte para las empresas del sur es el acceso a marcas ya establecidas (como en el caso de Tata con Jaguar) o la mayor facilidad de financiación. Según un estudio reciente del Banco Mundial, dos tercios de las empresas de países emergentes que llevaron a cabo fusiones o adquisiciones internacionales recurrieron a algún tipo de financiación extranjera (como un crédito sindicado o deuda en divisas).

La IED emergente, liderada por China y Rusia, cada vez más global

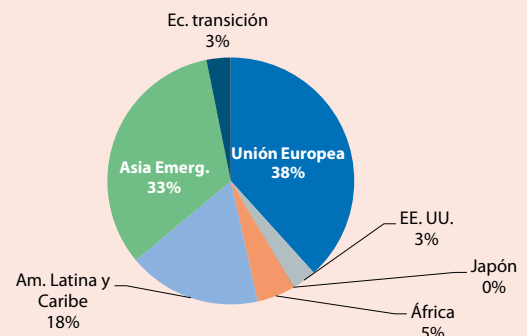
Flujos de salida de IED. Promedio 2008-2012 (*) (miles de millones de dólares)



Nota: (*) Brasil y Sudáfrica hasta 2011.

Fuentes: UNCTAD y elaboración propia.

IED de los BRICS en el exterior por región (% del stock total de IED de los BRICS en 2011) (**)



Nota: (**) BRICS incluye Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica.

Fuentes: UNCTAD y elaboración propia.

En cuanto a la IED emergente-emergente, esta se ha visto avivada por la creciente fragmentación de la cadena de valor global y la mayor intensidad del comercio de bienes intermedios que acarrea. La minimización de costes de transporte (monetarios y de tiempo) tiende a ubicar la IED vinculada a dicha fragmentación en una misma región. Ello explicaría, por ejemplo, que un 70% del stock de IED chino se halle en los países que componen su cadena de valor en el sureste asiático. Otro determinante de los flujos Sur-Sur es la búsqueda de acceso a materias primas. Estudios recientes concluyen que la característica de las economías avanzadas que más atrae a la IED china es el tamaño de mercado y, en cambio, en otros emergentes, es la confluencia de instituciones laxas y recursos naturales abundantes.

Con todo, el grueso de la IED con origen emergente también se concentra en el sector servicios (a nivel global, el 60% del stock es en servicios; el 34%, en manufacturas y el 7%, en materias primas), con mayor intensidad si cabe; en especial, en China, donde los servicios copan cerca del 78% de su posición externa en IED y las materias primas un 19%, con escasa representación de las manufacturas (en las que, al fin y al cabo, China sigue conservando una clara ventaja comparativa). Ese dominio de los servicios se atribuye a su naturaleza no exportable: una empresa manufacturera puede acceder a un mercado foráneo vía exportación pero, en servicios, ese acceso a menudo exige llevar a cabo IED (como en suministros).

En definitiva, los emergentes han contribuido significativamente al vuelo supersónico de la IED en el último decenio. Su representación es aún discreta pero las grandes tendencias auguran continuidad: el mundo no está al revés... «*eppur si muove*».

Clàudia Canals y Marta Noguer

Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"



PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.lacaixaresearch.com
Correio electrónico: publicacionese Estudios@lacaixa.es

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

Risk on-Risk off: las correlaciones en tiempos de crisis

Eduardo Pedreira, 07/2012

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"

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

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 Coldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- 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
- Massimo Motta
Barcelona GSE - 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 2012

Actividad financiera

	MILLONES €
Recursos totales de clientes	294.739
Créditos sobre clientes	221.501
Resultado atribuido al Grupo	135

Personal, oficinas y medios de pago

Empleados	34.128
Oficinas	6.342
Terminales de autoservicio	9.696
Tarjetas (millones)	12,5

Obra Social: presupuesto por actividades para 2013

	MILLONES €
Sociales	334
Ciencia y medio ambiente	67
Culturales	64
Educativas e investigación	35
TOTAL PRESUPUESTO	500

Publicaciones

Todas las publicaciones del Área de Estudios y Análisis Económico "la Caixa" están disponibles en Internet: www.lacaixaresearch.com
Correo electrónico: publicacionese Estudios@lacaixa.es

 **la Caixa Research** en Twitter



@laCaixaResearch

Conéctate a nuestra página y síguenos en Twitter. Te informaremos puntualmente de las últimas publicaciones de nuestra Área de Estudios y Análisis Económico, así como de otras novedades e innovaciones.

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 "la Caixa" 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 "la Caixa" no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – "la Caixa", 2013

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



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

