

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 370 | JULIO-AGOSTO 2013

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

China: tensión en el interbancario

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Fed: ¿del dicho al hecho?

UNIÓN EUROPEA

Superávits corrientes: ¿un problema?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Turismo: viento en popa a toda vela

DOSSIER: EL MODELO ALEMÁN

Cultura, instituciones y crecimiento económico

Reformas Hartz: logros y efectos menos deseados

El motor exportador alemán: de escarabajo a Cayenne

Alemania marca el tempo de la refundación europea

INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 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:

30 de junio 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 Noguer
Directora de Economía Internacional

ÍNDICE**1 EDITORIAL****2 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *China: tensión en el interbancario*10 *La controvertida «estrategia de salida» de la Reserva Federal***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Fed: ¿del dicho al hecho?*16 *México: de reforma en reforma***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Superávits corrientes: ¿un problema?*22 *Entidades insolventes: el Consejo opta por el bail-in 2.0***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Un calendario de reformas para dinamizar la economía*28 *La moderación salarial apoya la mejora de la competitividad*29 *Turismo: viento en popa a toda vela***32 DOSSIER: EL MODELO ALEMÁN**32 *Cultura, instituciones y crecimiento económico*

Enric Fernández

34 *Reformas Hartz: logros y efectos menos deseados*

Judith Montoriol-Garriga

36 *El motor exportador alemán: de escarabajo a Cayenne*

Marta Noguer

38 *Alemania marca el tempo de la refundación europea*

Oriol Aspachs y Joan Daniel Pina

EDITORIAL

EL MODELO ALEMÁN

En la antesala de unas cruciales elecciones a la vuelta de este verano, parece oportuno reflexionar sobre Alemania, país clave de la zona del euro. ¿Qué factores críticos de su economía la convierten en referente y, al mismo tiempo, en fuente de controversia en toda Europa?

El Dossier de este mes examina las reformas laborales que abordó hace diez años, las fuentes de su potencial exportador y el papel que juega el país en la construcción europea. Se analiza también algo intangible, pero sin duda determinante: la cultura y sus instituciones, y en estas me quisiera centrar. En dos de las ideas centrales de la filosofía y las instituciones económicas de Alemania que merece la pena considerar.

La primera es la cultura de la estabilidad económica y financiera, tanto por lo que respecta al sector público como al sector privado. Estabilidad que significa oponerse a la generación de crecimiento económico gracias a la expansión de la demanda, y centrar los esfuerzos en promover la oferta y las mejoras de competitividad como fuentes de crecimiento sostenible de las rentas y el bienestar. Este principio comporta, naturalmente, fuertes restricciones sobre la capacidad de endeudamiento de las entidades públicas, pero se extiende al sector privado, fundamentando la creación de riqueza en el ahorro y los recursos generados internamente en las compañías.

La segunda idea central es la estrecha vinculación que siempre debe existir entre la responsabilidad asumida y el control ejercido, tanto a nivel de agentes económicos (familias, empresas, administraciones), como en las relaciones entre países. Esta es la filosofía que subyace detrás de la voluntad de Alemania de compartir riesgos entre los países de la zona del euro solo si antes ha habido corresponsabilidad en la toma de decisiones. Un principio de responsabilidad que es clave para el funcionamiento correcto de las economías de mercado. Un principio que trata de evitar que los agentes económicos tomen decisiones o asuman riesgos, y que luego puedan eludir las consecuencias en caso de no serles favorables. Un comportamiento que, por desgracia, ha sido común en la gran crisis financiera internacional.

No existe un sistema económico perfecto y, sin duda, la economía alemana y sus instituciones también tienen sus carencias; entre ellas, que no siempre esos principios se han respetado. Sin embargo, estas dos ideas que dominan la filosofía económica en Alemania explican en parte su éxito y su implantación en el conjunto de la unión económica y monetaria sería globalmente muy positiva. De hecho, la legislación que poco a poco está introduciendo la Unión Europea como respuesta a la crisis tiene, en gran medida, esta orientación.

Como todos los buenos principios, los de estabilidad y responsabilidad deben ser guía de la política económica, pero se deben aplicar con pragmatismo e inteligencia, atendiendo a las circunstancias concretas. ¿Qué significa esto en el marco de los problemas actuales de la zona del euro?

En primer lugar, que aunque es verdad que el crecimiento sostenible se fundamenta en mejoras de la oferta, la falta de un presupuesto federal europeo, como sí lo tiene EE. UU., aconseja una mejor coordinación presupuestaria entre los países miembros, y por tanto una actitud menos restrictiva en los países con menor deuda pública, como Alemania.

Y algo similar ocurre con la cuestión de la responsabilidad. Una crisis de endeudamiento como la actual exige que acreedores y deudores comprendan que navegan en el mismo barco, y que compartir riesgos y el coste del proceso de desendeudamiento puede beneficiar a ambas partes, sin que ello suponga necesariamente un quebrantamiento del principio de responsabilidad y control.

Jordi Gual
Economista Jefe
30 de junio de 2013

RESUMEN EJECUTIVO

ESTADOS UNIDOS Y CHINA: CARA Y CRUZ

La estrategia de salida de la Fed y las dudas sobre China enturbian la calma de los mercados. El anuncio de la Fed de que podría reducir las compras de bonos hacia finales de 2013 si las condiciones macroeconómicas continúan evolucionando favorablemente ha sorprendido a los mercados financieros. Inicialmente, el repunte de la volatilidad fue generalizado a nivel global, afectando especialmente a los países emergentes. Tanto las rentabilidades de los bonos refugio como la de los de más riesgo aumentó y la bolsa mundial sufrió una fuerte sacudida. Estos rebotes de volatilidad se han visto exacerbados por el repunte de las tensiones del mercado crediticio en China. Europa, que esta vez no se encuentra en el epicentro de los factores desestabilizadores, tampoco ayuda a calmar los mercados con su lentitud y falta de ambición en las medidas para solventar de forma definitiva las deficiencias institucionales que todavía presenta.

La Fed solamente moderará la compra de bonos si la situación macroeconómica mejora sustancialmente. El calendario que ha establecido para retirar los estímulos está supeditado a la reducción de la tasa de paro, que podría demorarse si la tasa de actividad se incrementa a medida que el crecimiento vaya ganando tracción. Por el momento, la recuperación prosigue, aunque a un ritmo moderado. El crecimiento del PIB del primer trimestre ha sido revisado a la baja, hasta el 0,4% intertrimestral. Pero ello no hace cambiar las previsiones para los próximos trimestres. Los últimos indicadores económicos refuerzan este escenario, sobre todo en lo relativo a la mejoría de la actividad del sector terciario y de la confianza de los consumidores. El mercado inmobiliario también mantiene su apoyo a la recuperación estadounidense, aunque algo menos de lo esperado.

En China, el banco central también ha llamado a la calma. El Shibor, el tipo de interés interbancario chino, repuntó a finales de junio por los problemas relacionados con la falta de liquidez del *shadow banking* y las reticencias iniciales del banco central de dar una respuesta rápida como habitualmente había hecho ante este tipo de situaciones. Estos problemas coinciden con las nuevas muestras de contención cíclica de la economía china, lo que hace prever un menor crecimiento para este año y el próximo, que, de todas formas, sigue siendo envidiable (7,6% y 7,8% respectivamente). Ante este panorama, el banco central acabó asegurando liquidez para aquellas instituciones que lo necesiten, poniendo así fin a las tensiones financieras de las últimas semanas. Por otro lado, a pesar de que la reacceleración de la economía china parece que será más lenta de lo esperado, no hay que olvidar las importantes reservas de

divisas de las que dispone y del amplio margen para aplicar medidas de estímulo en caso necesario.

Los flujos de capital a los mercados emergentes se reducen. Los factores que promovieron la entrada de liquidez, la política monetaria ultralaxa en las economías avanzadas y unas mejores perspectivas de crecimiento de los emergentes han ido perdiendo fuerza. Las expectativas de crecimiento de las economías emergentes ya no son tan firmes, mientras que en las avanzadas han mejorado ligeramente. Además, la notable depreciación de las divisas emergentes respecto al dólar que se ha producido durante las últimas semanas ha abierto un viejo debate: la sostenibilidad del déficit por cuenta corriente de algunas de estas economías, como Sudáfrica, Turquía o India, lo que las hace más vulnerables a la fuga de capitales. Tampoco ayudan los episodios de inestabilidad sociopolítica en Brasil o Turquía.

El BCE se mantiene inmóvil y reafirma su compromiso de mantener una política monetaria expansiva mientras la economía se mantenga débil. El anuncio de moderación de los estímulos por parte de la Fed alteró los mercados de deuda soberana europeos, con subidas significativas de la rentabilidad tanto en los países del centro como en la periferia. Ante estos vaivenes en el mercado, Mario Draghi aseguró que está dispuesto a actuar cuando sea necesario y mantiene activo el programa de compra de bonos. La actividad de la eurozona sigue dando señales de estabilización dentro de la fragilidad, previéndose un avance positivo del PIB en el tercer trimestre. Si bien en términos de actividad se va siguiendo el guion, los avances relativos a reformas institucionales siguen percibiéndose como fragmentados y comedidos. El último exponente han sido los acuerdos alcanzados por el Consejo Europeo respecto al mecanismo de resolución bancaria, cuya limitación de recursos hace dudar que sea un instrumento eficaz para romper el vínculo entre riesgo soberano y bancario.

En España, las reformas estructurales adquieren protagonismo. El Gobierno, de acuerdo con las directrices de la Comisión Europea, ha anunciado los principales elementos de la tan esperada reforma de las administraciones públicas, con la que se pretende racionalizar el sector público y mejorar su eficiencia. Su pronta implementación, así como la del resto de reformas previstas, son la principal garantía de un crecimiento sostenible a largo plazo. Por el momento, el crecimiento económico se sigue sustentando en el sector exterior, por lo que consolidar las bases de una economía más competitiva, eficiente y flexible es más prioritario que nunca.

Cronología

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.

JUNIO 2013

- 27 El Consejo Europeo aprueba la **Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria** que establece el orden de prelación de los pasivos para *bail-ins*.

Agenda

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).

AGOSTO 2013

- 1 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
8 Índice de producción industrial (junio).
14 Avance del PIB de la Unión Europea (segundo trimestre).
19 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (abril).
20 Comercio exterior (junio).
23 Índice de sentimiento económico eurozona.
29 Contabilidad nacional trimestral (segundo trimestre). Avance IPC (agosto).
30 Balanza de pagos (junio). Ingresos y gastos del Estado (julio).

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	1,9	2,8	2,6	1,7	1,6	1,9	1,7	2,2
Eurozona	-0,5	-0,5	1,0	-0,7	-1,0	-1,1	-0,9	-0,5	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	1,9	1,8	1,9	0,3	0,4	0,2	1,1	2,8	3,1
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	0,9	1,4	1,9	2,1	2,5	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	4,0	5,6	1,6	1,4	3,0	3,3	4,4	5,3
INFLACIÓN									
Mundial	3,7	3,2	3,3	3,6	3,6	3,3	3,1	3,2	3,2
Países desarrollados									
Estados Unidos	2,1	1,5	1,9	1,7	1,9	1,7	1,3	1,6	1,5
Eurozona	2,5	1,4	1,6	2,5	2,3	1,8	1,3	1,3	1,4
Alemania	2,1	1,5	1,7	2,1	2,0	1,8	1,3	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	1,7	1,2	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	2,4	2,1	2,4	2,7	2,8	2,5	2,3	2,2
Países emergentes									
Rusia	5,0	6,3	4,8	6,0	6,5	7,1	7,0	5,8	5,4
China	2,7	2,6	3,0	1,9	2,1	2,4	2,3	2,7	2,8
India ⁽²⁾	7,6	5,6	5,3	7,9	7,3	6,9	5,4	5,0	5,3
Brasil	5,4	6,1	5,6	5,2	5,6	6,4	6,4	6,0	5,8
México	4,1	4,0	3,6	4,6	4,1	3,7	4,5	4,0	3,7
Polonia	3,7	1,3	2,0	3,9	3,0	1,6	0,9	1,2	1,3
Turquía	8,9	6,7	6,5	9,0	6,8	7,2	6,5	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	-3,5	-1,5	-4,0	-4,1	-4,3	-4,5	-2,5	-2,8
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	-3,6	-0,4	-4,0	-4,6	-5,0	-4,2	-3,5	-1,7
Exportación de bienes y servicios	3,0	2,8	4,5	4,2	3,2	4,5	4,2	0,4	2,3
Importación de bienes y servicios	-5,0	-4,0	1,0	-3,4	-5,4	-5,1	-3,5	-6,1	-1,5
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	-3,3	0,3	-4,6	-4,7	-4,5	-3,8	-2,8	-2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,0	26,6	25,9	25,0	26,0	27,2	26,6	26,1	26,6
Índice de precios de consumo	2,4	1,6	1,4	2,8	3,1	2,6	1,7	1,2	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)	-0,9	1,8	2,4	-2,2	-0,9	0,3	0,9	1,4	1,8
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB)	-0,2	2,3	2,9	-1,7	-0,2	1,0	1,4	1,9	2,3
Saldo público (acum., % PIB)	-10,6	-6,5	-5,8	-10,0	-10,6	-10,5			

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	0,28	0,28	0,29
Líbor 12 meses	1,01	0,74	0,91	1,04	0,88	0,77	0,70	0,73	0,77
Deuda pública a 2 años	0,27	0,38	0,81	0,26	0,27	0,26	0,26	0,45	0,56
Deuda pública a 10 años	1,78	2,24	2,85	1,62	1,69	1,93	1,98	2,52	2,53
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	0,21	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	0,07	0,36	-0,01	0,01	0,11	0,06	0,05	0,05
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,41	1,65	1,42	1,42	1,51	1,41	1,35	1,35
TIPOS DE CAMBIO									
\$/euro	1,29	1,31	1,32	1,25	1,30	1,32	1,31	1,32	1,31
¥/euro	102,71	128,20	136,83	98,44	105,44	121,84	128,88	127,66	134,10
£/euro	0,81	0,85	0,85	0,79	0,81	0,85	0,85	0,86	0,85
PETRÓLEO									
Brent (\$/barril)	111,38	106,09	108,46	109,19	109,52	112,23	103,05	103,63	105,44
Brent (euros/barril)	86,61	80,73	82,04	87,21	84,40	85,03	78,85	78,80	80,21

Previsiones

MERCADOS FINANCIEROS

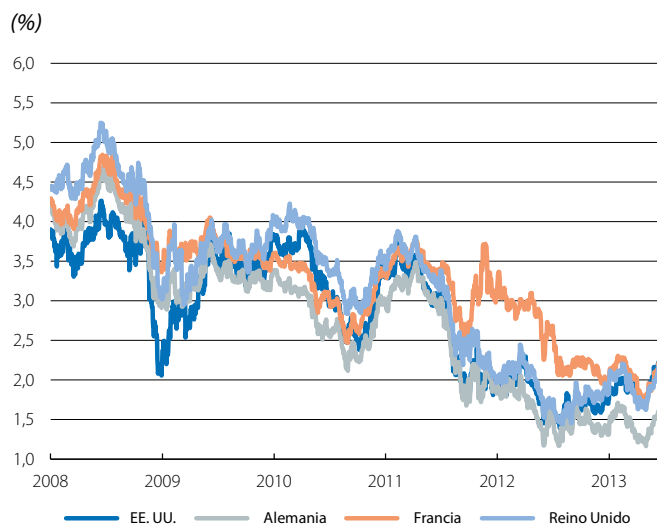
El comportamiento de los mercados financieros internacionales en junio ha sido inestable. Los dos grandes focos de preocupación que se abrieron en mayo —la Reserva Federal y China— se han recrudecido durante las últimas semanas. Las *yields* de los bonos han repuntado intensamente en la gran mayoría de países, las primas de riesgo crediticio han aumentado, las bolsas han registrado caídas y las monedas de los países emergentes han prolongado su depreciación, todo ello en un entorno de mayor volatilidad y contención de los volúmenes de negociación. Es destacable y revelador que el clima en los mercados de la eurozona, en particular en el de España, haya sido relativamente constructivo ante este deterioro del entorno.

La Reserva Federal (Fed) presenta su hoja de ruta. Tras los mensajes que diversos miembros de la Fed habían realizado en mayo sobre la conveniencia de reconsiderar las medidas de estímulo, todas las miradas estaban puestas en la reunión del comité de política monetaria celebrada el 19 de junio. Como se explica con más detalle en el Focus «La controvertida “estrategia de salida” de la Reserva Federal», Ben Bernanke anunció un plan para la retirada de estímulos relativo tanto al programa de compra de bonos como a la gestión de los tipos de interés oficiales. El acto reflejo de los inversores consistió en ventas significativas en la práctica totalidad de mercados a lo largo y ancho del globo, con algunos momentos de nerviosismo. De alguna manera, no estaba plenamente descontado que la Fed establecería condiciones y fechas concretas para retirar la superabundancia de liquidez y sus efectos balsámicos. Y menos que el inicio está próximo: antes de acabar el año.

El proceso diseñado para la normalización de la política monetaria será gradual y acompasado con la mejora de los fundamentos económicos. El propio Bernanke puso todo su empeño en enfatizar este extremo, pero sin éxito. Ante la inestabilidad de los mercados, con el consiguiente riesgo de puesta en marcha de mecanismos nocivos de amplificación y transmisión de las turbulencias, diversos miembros de la Fed salieron a la palestra. Aunque manifestaron visiones algo dispares, todos coincidieron en resaltar que el plan oficial no significa pisar el freno, sino meramente levantar el pie del acelerador de los estímulos. Es más, algunos resaltaron que si la evolución económica decepciona, están plenamente dispuestos a incrementar las medidas expansivas. Estos mensajes consiguieron finalmente calmar algo los ánimos en el tramo final del mes, propiciando una recuperación parcial del deterioro previo tanto en la renta fija como en la variable.

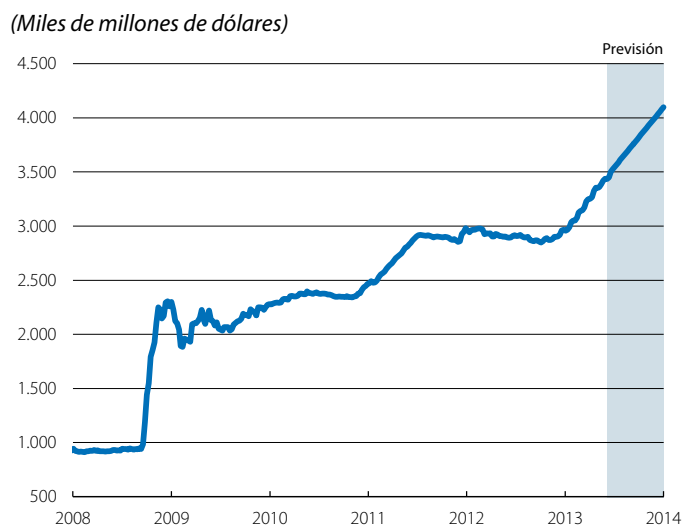
El periodo vacacional que ahora se inicia no es el más propicio para que la volatilidad descienda, pero con una perspectiva de medio y largo plazo el plan trazado por la Fed parece tener más ventajas que inconvenientes de cara a los mercados financieros. El equilibrio entre transparencia y concreción por un lado, y flexibilidad y gradualismo por otro, despeja incertidumbres a la vez que dibuja un escenario de condiciones monetarias laxas durante largo tiempo. En la medida en que la

Yields de la deuda soberana a 10 años



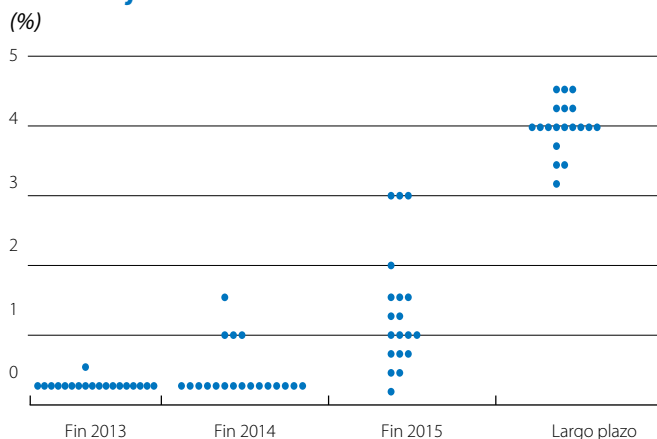
Fuente: Bloomberg.

EE. UU.: activos en el balance de la Fed



Fuente: Bloomberg.

Fed: nivel apropiado para el tipo de interés oficial según los 19 participantes del Comité del 19 de junio



Fuente: Reserva Federal de EE. UU.

expansión económica se consolide, los activos financieros con riesgo (como las bolsas) resultarán beneficiados, reanudando la tendencia alcista. Por su parte, las *yields* de la deuda pública de EE. UU. (y por arrastre del resto de países) deberían corregir parte del fuerte repunte de estos dos últimos meses para emprender luego una senda alcista mucho más sosegada.

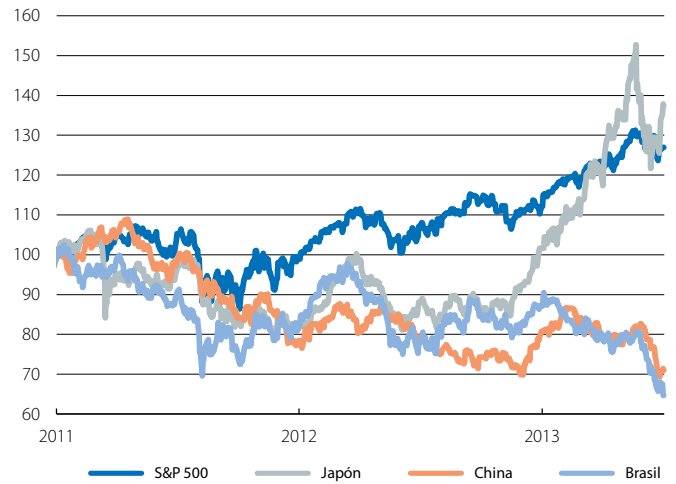
Aunque sea gradual, el cambio de régimen monetario tiene implicaciones poderosas para los mercados financieros. La normalización económica y monetaria de la primera economía mundial, junto con la evolución razonablemente positiva que esperamos en el resto de regiones, apuntan a un protagonismo creciente de los fundamentos económicos de los distintos países y sectores, con un papel especialmente destacado para los datos sobre el mercado laboral estadounidense. Poco a poco irá quedando atrás la dinámica de alternancia *risk-on/risk-off* tan característica de los últimos años.

La preocupación por los países emergentes se mantiene. La tormenta desencadenada por la Fed ha castigado con particular virulencia a los mercados emergentes de bonos y acciones, que han sufrido salidas de capitales y depreciación de las divisas. El trasfondo de debilidad del pulso económico en estos países no ha hecho sino propiciar tal comportamiento. China es el caso más destacado, pero también hay sombras en la evolución de Brasil, India y otros.

China ha deparado una sorpresa negativa en forma de tensiones en el mercado interbancario. El súbito incremento que experimentaron los tipos de interés monetarios rememoró entre los inversores internacionales los episodios de EE. UU. en 2008 y de la eurozona en 2011, preludio en ambos casos de problemas de gran alcance. La bolsa china reaccionó con fuertes caídas que contribuyeron al mal tono global. Tal como se explica en el Focus «China: tensión en el interbancario», el origen de estas tensiones en el interbancario chino se encuentra en factores técnicos pasajeros, ante los que el banco central ha adoptado una posición «dura», demorando su intervención con el propósito de no exacerbar el riesgo de formación de burbujas en adelante. Sea como fuere, este episodio pone de manifiesto los problemas que China está encontrando para sostener el ritmo de expansión mientras cambia el modelo e intenta asegurar la estabilidad financiera.

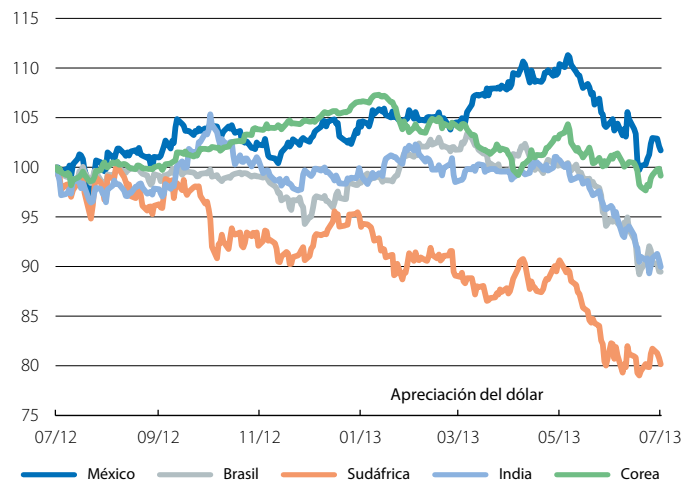
Las tensiones sociales añaden una nueva dimensión a los problemas de los países emergentes. Brasil, Turquía y Egipto constituyen los principales exponentes al respecto. Hoy por hoy parecen situaciones controladas, pero conviene no menospreciar el riesgo geopolítico que entrañan. Si se consumara, podría tener alcance sistémico y acentuar las amenazas sobre la estabilidad financiera y el desempeño económico. En definitiva, los países emergentes son en estos momentos un eslabón débil que empaña el panorama global. En cualquier caso, el curso más probable sigue siendo el de mejora progresiva, sobre la base de la posición financiera (endeudamiento) razonablemente sólida de la mayoría de estos países, el amplio margen de actuación para las políticas monetaria y fiscal, así como el mejor tono reciente de las economías desarrolladas.

Evolución de las principales bolsas internacionales
(Enero 2011 = 100)



Fuente: Bloomberg.

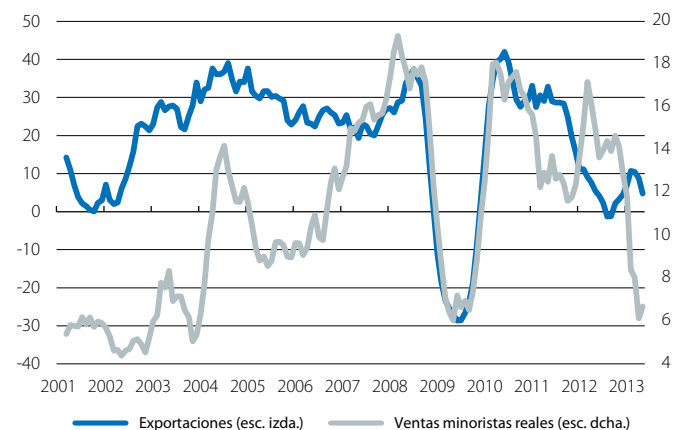
Evolución de diferentes divisas frente al dólar
(Julio 2012 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Economías emergentes: exportaciones y ventas minoristas (*)

(Brasil, Rusia, India y China ponderados por PIB PPA; media móvil de 3 meses, variación interanual)



Fuente: Bloomberg.

Los mercados financieros de Japón se estabilizan. Bajo una dinámica propia y diferenciada, tanto la bolsa como los bonos y la divisa nipones han apaciguado el comportamiento extremadamente volátil de mayo. Esto da sustento a la interpretación de que se trata de una fase de corrección tras los fuertes movimientos desplegados a la estela de la política conocida como *Abenomics*, y no un efecto *boomerang* de la misma. De hecho, las medidas de expansión cuantitativa que implementará el Banco de Japón en los próximos meses supondrán una contribución importante al entorno de liquidez global abundante que esperamos aun cuando la Fed frene sus compras de bonos.

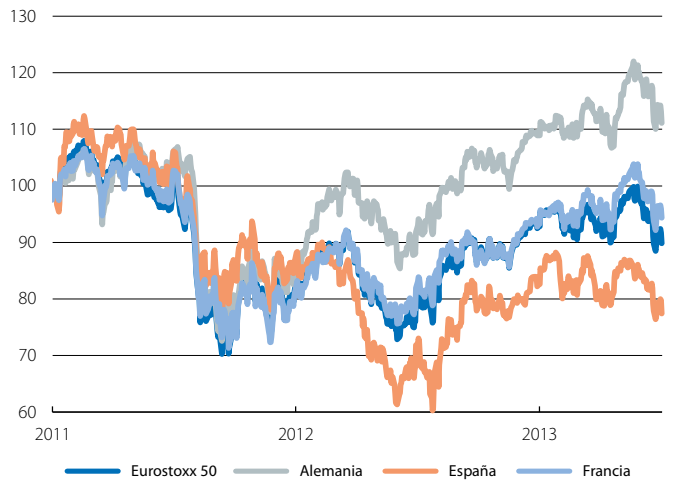
La eurozona se mantiene en segundo plano, pero no es inmune. Los activos financieros de la región no han escapado de las turbulencias generadas por la Fed y los países emergentes, e incluso en algunas parcelas el castigo ha sido particularmente destacado. Este es el caso de las bolsas, dado que las empresas integrantes de los índices selectivos de la región tienen una exposición muy elevada a los mercados emergentes. No obstante, los factores internos, relativos a la compleja y larga crisis de deuda, institucional y económica, han tenido una influencia entre neutra y positiva. Así, las tensiones sobre las primas de riesgo periféricas han sido moderadas, y ya en el tramo final del mes se han disipado con notable rapidez. El *spread* de España con Alemania a 10 años repuntó desde los 290 p.b. hasta los 320 para volver luego al nivel de partida. La evolución del euro frente al dólar también ha sido de ida y vuelta entre 1,30 y 1,34, dentro del rango de fluctuación de los últimos meses, que es previsible que se mantenga.

Las cumbres europeas ni sorprenden ni defraudan. Los inversores han realizado una lectura de «botella medio llena» de los acuerdos alcanzados por el Ecofin y por el Consejo Europeo. Por un lado, en materia de articulación de la unión bancaria se confirma que el avance, aunque lento, es firme. La percepción sobre el riesgo bancario y su vínculo pernicioso con el soberano no ha sufrido cambios significativos, como atestigua el comportamiento relativamente estable de los CDS bancarios. Por otro lado, los programas para combatir el desempleo juvenil y para facilitar la financiación de las pymes constituyen pasos modestos pero en la buena dirección. Respecto al segundo, el BCE todavía no ha concretado los términos de su participación, que parece no será muy agresiva. Sí se han manifestado Mario Draghi y otros miembros destacados del BCE sobre la orientación del conjunto de la política monetaria tras hacerse públicos los planes de la Fed. El mensaje es inequívoco: la «estrategia de salida» para el BCE no se vislumbra en el horizonte, particularmente en materia de tipos oficiales. Con esto pretenden atajar el incipiente aumento que ha tenido lugar en los tipos monetarios (el euríbor a 12 meses ha vuelto a situarse por encima del 0,50%).

La tregua de los últimos meses en la crisis de la eurozona no puede considerarse definitiva. Los riesgos son todavía elevados, en particular los derivados del frágil pulso de la actividad económica. La mejora que se ha percibido recientemente es prometedora, pero debe tener continuidad para alejar las amenazas que planean sobre piezas clave como el sector bancario y los países periféricos con gobiernos débiles.

Bolsas de la eurozona: evolución por países

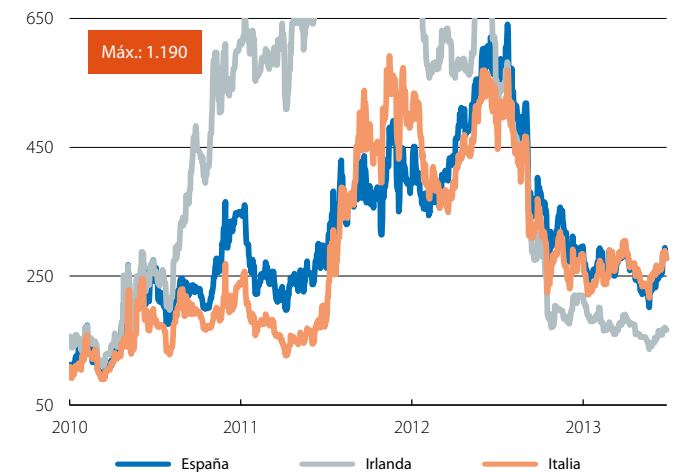
(Enero 2011 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Primas de riesgo deuda soberana

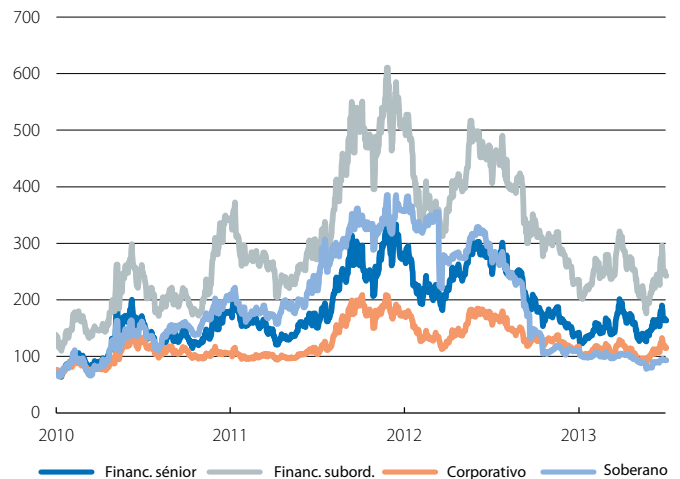
(CDS; puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Primas CDS en Europa por tipo de emisor

(Puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

FOCUS · China: tensión en el interbancario

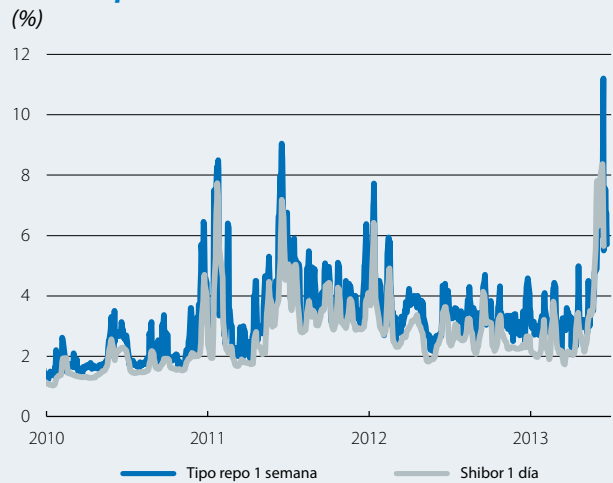
La preocupación sobre la situación económico-financiera china se ha intensificado durante las últimas semanas al hilo de las tensiones que se han observado en el mercado interbancario. Así, el tipo Shibor (Shanghai Interbank Offered Rate) a 1 día se situó en cotas superiores al 8%, máximo histórico; de igual manera, el tipo repo a 7 días también registró un nuevo máximo histórico al situarse en el 11,2%. El recuerdo de la crisis que experimentaron los mercados interbancarios de los países occidentales en 2007-2008 ha creado inquietud entre los inversores internacionales. Para calibrar adecuadamente las implicaciones de este episodio chino es conveniente tener en cuenta tres elementos importantes.

En primer lugar, en junio han incidido una serie de factores estacionales conducentes a un incremento puntual en la demanda de liquidez: el pago de impuestos de buena parte del sector corporativo chino, la festividad Duanwu y los fuertes retrocesos en las exportaciones a Hong Kong. En segundo lugar, el contexto macroeconómico del país dibuja una desaceleración del ritmo de actividad. En principio, se trata de un ajuste lógico y deseable hacia un patrón de crecimiento más equilibrado, con mayor aportación de la demanda interna (en particular, del consumo privado). De hecho, la política económica del país está diseñada con ese propósito. Sin embargo, el persistente predominio de sorpresas negativas en los datos de coyuntura no ha ayudado precisamente a calmar el nerviosismo en el mercado interbancario. Por último, el crédito suministrado por el sistema financiero chino ha crecido a tasas muy elevadas en los últimos años, especialmente en el denominado *shadow banking system* (SBS, intermediarios financieros no bancarios y menos expuestos a regulación). Las autoridades chinas han mostrado repetidas veces su preocupación por este hecho y su voluntad de evitar la formación de burbujas. Si bien el tamaño del SBS en relación con el PIB chino es reducido en comparación con EE. UU. o la eurozona, los temores se deben a la rapidez de la expansión del crédito y los productos financieros que ofrecen estas entidades, con rentabilidades muy por encima de los depósitos bancarios tradicionales. Buena parte de los fondos prestados tienen como destino financiar proyectos de riesgo elevado y vencimiento a largo plazo. Si a lo anterior añadimos que esos fondos han sido obtenidos mayoritariamente en el mercado interbancario, el resultado final es un riesgo de *maturity mismatch*.

La confluencia de estos tres factores explica la reticencia de las autoridades a intervenir de manera rápida y agresiva inyectando masivamente liquidez en el mercado vía OMO (Open Market Operations), tal como habitualmente había hecho en el pasado en cuanto aparecían las tensiones. En este episodio de junio, el banco central ha intervenido con parsimonia y alcance selectivo. Ciertamente ello ha sido suficiente para contener las tensiones en el tramo final del

mes, pero esta forma de proceder contiene dos importantes mensajes. Uno, las entidades financieras, especialmente las que tienen un mayor grado de dependencia del interbancario para financiarse, deben llevar a cabo una gestión prudente y adecuada del riesgo de liquidez. Dos, la abundancia de liquidez en los mercados conlleva el riesgo de facilitar la formación de burbujas de activos, por lo que la disponibilidad de fondos se tornará con toda probabilidad más escasa en adelante. En definitiva, el episodio de *stress* ha puesto de manifiesto una reorientación de las prioridades del banco central en favor de la estabilidad duradera de los mercados financieros. La gran cuestión que subyace ahora es si no estará pecando de exceso de celo, de modo que acabe provocando efectos excesivamente contractivos sobre la actividad financiera y la economía real.

China: tipos de interés interbancarios



Fuente: Bloomberg.

Shadow banking en China

Clases de activos	2012			2010
	Tamaño (m.m. RMB)	% PIB	% total activos bancarios China	Tamaño (m.m. RMB)
Mandatos de gestión	7.471	14,4	5,6	3.040
Productos de banca privada	7.100	13,7	5,3	2.800
Entrust loans	5.750	11,1	4,3	3.170
Bank acceptances	5.904	11,4	4,4	3.827
Compañías de valores	1.000	1,9	0,7	0
Casas de empeño	277	0,5	0,2	180
Garantías	1.200	2,3	0,9	700
Pequeños prestamistas	592	1,1	0,4	162
Compañías financieras	3.442	6,6	2,6	1.580
Leasing financiero	770	1,5	0,6	316
Underground lending	2.500	4,8	1,9	2.500
Total	36.006	69,3	26,9	18.275

Fuentes: J. P. Morgan y "la Caixa" Research.

FOCUS · La controvertida «estrategia de salida» de la Reserva Federal

El 19 de junio el presidente de la Reserva Federal (Fed), Ben Bernanke, anunció que la opinión de consenso en el comité de política monetaria es que los riesgos económicos en EE. UU. han disminuido y, si la economía sigue según lo previsto, será apropiado comenzar pronto las maniobras para la normalización monetaria. Con un propósito de transparencia, Bernanke presentó la hoja de ruta para implementar la estrategia de salida, enfatizando que la Fed mantiene firme el compromiso de promover el empleo y la estabilidad de precios.

A grandes rasgos, la estrategia de salida consta de cinco etapas. Durante la primera la Fed frenará gradualmente las compras de deuda. Esto podría tener comienzo ya antes de que finalice 2013, pero está condicionado a que el flujo de indicadores económicos continúe siendo positivo. La etapa posterior llegará cuando la tasa de paro se sitúe en el entorno del 7,0% (previsiblemente a mediados de 2014) y significará la suspensión total de las compras. En este periodo, es posible que la Fed modifique las orientaciones que da a los mercados en materia de tipos de interés. En concreto eliminaría su ya célebre mensaje de «extenso periodo de tiempo» con tipos en el 0%. La tercera etapa consistirá en dejar de reinvertir los fondos provenientes de la cartera de deuda (por vencimiento de bonos y pago de intereses). Para mediados de 2015 la Fed prevé que la tasa de paro baje del umbral objetivo del 6,5% fijado en diciembre de 2012 y, por tanto, comience la cuarta etapa que consiste en iniciar el ciclo de subidas de los tipos de interés oficiales. Finalmente, la Fed contempla que en la segunda mitad de 2015 se alcance una dinámica próxima al crecimiento potencial de la economía, situación que llevaría a la institución a comenzar a desprenderse de su cartera de bonos mediante ventas directas en mercado.

A medida que se digieren las palabras de Bernanke, es inevitable que surjan preguntas acerca de si esta secuencia es la correcta o, por el contrario, la Fed está actuando a destiempo, ya sea de manera prematura o tardía. Llamativamente, estas dudas también se aprecian en las diferentes visiones que defienden miembros destacados de la propia Reserva Federal (unos con derecho a voto en el comité y otros no). Tres voces se han alzado con fuerza en los últimos días. Richard Fisher, presidente de la Fed de Dallas, sostiene que no se debe continuar con el actual programa de estímulos y se inclina por ir rápido en su retirada, ya que se está corriendo el riesgo de «desgastar» el dólar, generar inflación elevada y «arruinar la economía y el estilo de vida» de los estadounidenses. Narayana Kocherlakota (presidente de la Fed de Minneapolis) defiende una posición más alineada con la oficial, aunque matiza que las referencias proporcionadas acerca de cómo evolucionará la estrategia de salida cuando la recuperación se

encuentre en una fase más avanzada son insuficientes y confusas (particularmente en cuanto a los tipos oficiales). Por su parte, el presidente de la Fed de Saint Louis, James Bullard, considera que no era el momento adecuado para haber detallado el plan para reducir las compras, argumentando que la inflación está muy por debajo del objetivo de la Fed y que convendría haber esperado hasta observar «señales más tangibles» de recuperación.

Esta disparidad de opiniones obedece no solo a interpretaciones diferentes sobre la dinámica en la que está inmersa la economía norteamericana, sino también a preferencias distintas sobre cómo priorizar los objetivos y gestionar los riesgos de la política monetaria. En este sentido, la ruta trazada por Bernanke tiene la virtud de haber encontrado un equilibrio razonable, combinando concreción, flexibilidad, gradualismo y condicionalidad a las variables macroeconómicas clave, pero tampoco está exenta de riesgos.

EE. UU.: activos en el balance de la Fed

(Miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg.

EE. UU.: tasa de paro

Población activa (%)



Fuente: Bloomberg.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

Tipos de interés (%)

	28-jun	30-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Repo BCE	0,50	0,50	0	-25	-50
Euríbor 3 meses	0,22	0,20	2	3	-44
Euríbor 12 meses	0,53	0,48	5	-2	-69
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,10	0,02	8	-2	2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,19	0,08	11	21	7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,73	1,52	21	42	15
Deuda pública a 10 años (España)	4,77	4,37	40	-49	-156
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	304	285	19	-89	-169
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0	0
Líbor 3 meses	0,27	0,27	0	-3	-19
Líbor 12 meses	0,69	0,69	0	-16	-38
Deuda pública a 1 año	0,14	0,13	1	1	-6
Deuda pública a 2 años	0,36	0,29	7	12	6
Deuda pública a 10 años	2,49	2,11	38	75	86

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	28-jun	30-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	119	100	18	1	-43
Itraxx Financiero Sénior	167	145	22	26	-87
Itraxx Financiero Subordinado	251	206	45	16	-167

Tipos de cambio

	28-jun	30-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,301	1,305	-0,3	-1,3	3,6
¥/euro	128,970	131,430	-1,9	-11,7	-22,9
£/euro	0,855	0,857	-0,2	-5,1	-6,4
¥/\$	99,140	100,730	-1,6	-12,8	-20,1

Materias primas

	28-jun	30-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	468,1	472,7	-1,0	-3,3	-0,7
Brent (\$/barril)	102,2	102,0	0,1	-8,8	5,3
Oro (\$/onza)	1.234,6	1.414,2	-12,7	-25,8	-22,1

Renta variable

	28-jun	30-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.606,3	1.654,4	-2,9	12,6	17,9
Eurostoxx 50	2.602,6	2.799,2	-7,0	-1,3	14,9
Ibex 35	7.762,7	8.433,5	-8,0	-5,0	9,3
Nikkei 225	13.677,3	13.589,0	0,6	33,3	53,8
MSCI emergentes	940,3	1.016,0	-7,4	-10,9	0,3
Nasdaq	3.403,2	3.491,3	-2,5	12,7	16,0

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Los últimos datos conocidos revelan un ritmo de actividad en los emergentes algo menor de lo previsto, en especial en China. Al tono relativamente comedido de su ciclo económico se le ha unido el cambio de retórica de la Fed que, viendo una mejora continuada en el mercado laboral de EE. UU., ha puesto fecha de caducidad a su último programa de compras (QE3). Ambos factores están detrás de la venta de activos emergentes que, de persistir, podría complicar la reacceleración de aquellas economías con mayores vulnerabilidades.

ESTADOS UNIDOS

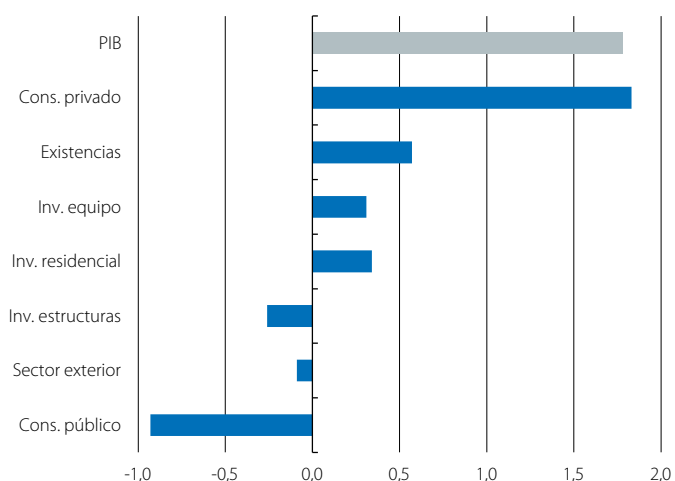
En este entorno de contención emergente, se revisó a la baja el PIB del primer trimestre de EE. UU. (del 1,8% al 1,6% interanual). Una revisión inesperada que, sin embargo, no altera nuestro escenario de recuperación moderada y nos lleva a revisar mínimamente la previsión de avance en 2013 (del 2,0% al 1,9%) por los efectos de base. La mayor parte de la corrección bajista del dato del primer trimestre se explica por la revisión del consumo privado, concretamente en servicios, aunque se mantiene como el principal factor de arrastre. Por su parte, la inversión productiva, también revisada a la baja, debería verse impulsada, tarde o temprano, por las mejores condiciones financieras y unos beneficios empresariales que siguen elevados.

El calendario que ha establecido la Fed para la normalización progresiva de su política monetaria respalda esta visión de recuperación sostenida y con menores riesgos de recaída. El 19 de junio, el presidente de la Reserva Federal planteó un posible calendario de retirada del QE3 que empezaría hacia finales de 2013, y acabaría a mediados de 2014, siempre y cuando la evolución laboral siga siendo positiva. Concretamente, la Fed supedita el fin del programa a una mejora de la tasa de paro, del 7%; y las posteriores subidas de tipos de interés a una tasa de desempleo del 6,5% (en mayo fue del 7,6%) (véanse Focus «Fed: ¿del dicho al hecho?» y «La controvertida “estrategia de salida” de la Reserva Federal»). Todo ello, en un contexto de baja inflación, dejando margen para las políticas expansivas si fuera necesario.

La mayoría de indicadores de actividad de la economía norteamericana corroboran el avance de la recuperación. El índice de confianza de los consumidores del Conference Board subió 7 puntos en mayo, más de lo esperado, alcanzando su máximo nivel desde enero de 2008 (76,2). Buena parte del vigor del consumo se apoya en la recuperación continuada, aunque todavía con riesgos, del inmobiliario. En ese sentido, los precios de las viviendas siguieron al alza y ya llevan sumando 15 meses de subidas consecutivas; el número de viviendas iniciadas avanzó, en tanto que las ventas de casas de segunda mano crecieron un robusto 12,9% interanual. Sin embargo, el giro restrictivo que se ha atribuido (seguramente de manera prematura) a la Fed se ha traducido en un significativo repunte del tipo hipotecario promedio que podría imponer riesgos a esa recuperación del inmobiliario.

EE. UU.: PIB

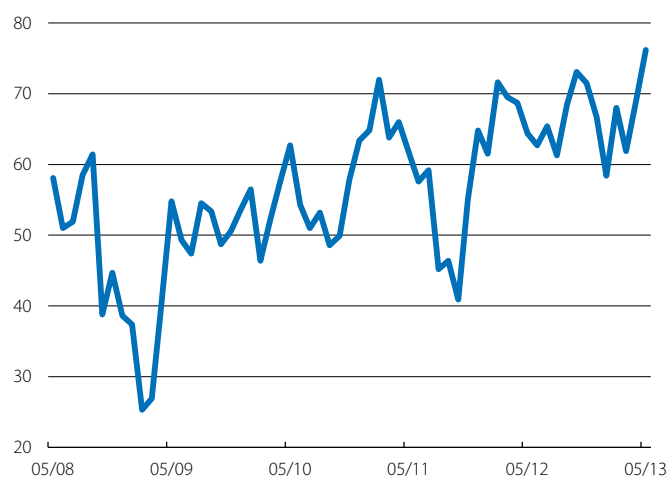
Contribución a la variación intertrimestral anualizada (%)



Fuentes: Bureau of Economic Analysis y "la Caixa" Research.

EE. UU.: confianza del consumidor

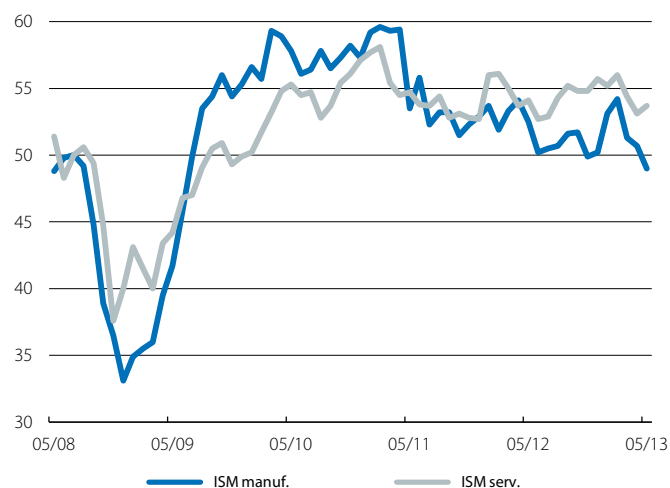
(Índice)



Fuentes: Conference Board y "la Caixa" Research.

EE. UU.: ISM

(Índice)



Fuentes: ISM y "la Caixa" Research.

JAPÓN

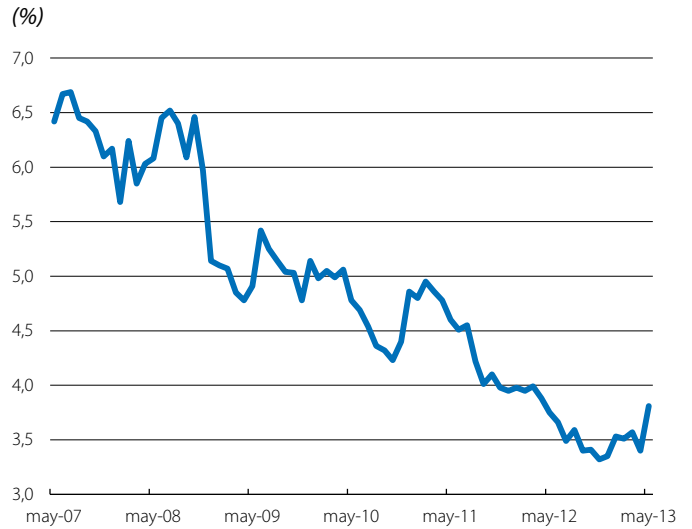
Mientras unos ponen fecha de caducidad a sus medidas expansivas, otros solo empiezan. Es el caso de Japón y su *Abenomics* —programa impulsado por el primer ministro Shinzo Abe (de ahí el apodo del programa) y que se instrumenta en políticas monetarias, fiscales y estructurales— que persigue liberar a la economía nipona de las redes deflacionistas y dar el empuje definitivo al crecimiento. Por ahora, la expansión monetaria iniciada en febrero de 2013 ha espoleado las exportaciones japonesas (en valor que no en volumen), a la par que el yen se depreciaba. En concreto, las exportaciones crecieron un 7,9% interanual en mayo frente al retroceso del 2,9% del 2012.

En este contexto expansivo, Japón revisó al alza su crecimiento del primer trimestre de 2013 (del 0,9% intertrimestral al 1,0%). Dicha revisión eleva al 1,8% nuestra previsión de avance para el conjunto de 2013 (antes 1,6%) por el efecto de base. Sin embargo, la continuidad de dicho avance de cara a 2014 sigue pendiente de las reformas estructurales del *Abenomics* y de la implementación o no de la subida del IVA en 2014, aprobada hace un año y que podría interrumpir o ralentizar el tono expansivo actual. Asimismo, la revisión al alza del escenario de previsiones macroeconómicas que maneja el Banco Central podría traducirse en una expansión de su balance menor de lo previsto inicialmente. De ser así, también matizaría el ímpetu expansivo de los primeros compases de 2013.

Por ahora, el tercer pilar del *Abenomics* no convence. El primer ministro apeló a la necesidad de «reactivar» la economía japonesa fomentando la inversión privada y extranjera, protegiendo la innovación y el emprendimiento, y mejorando la regulación. Sin embargo, algunas de las propuestas de actuación avanzadas por Abe Shinzo el pasado 6 de junio (establecimiento de zonas económicas especiales, rebajas fiscales en la IED o menores restricciones en la venta de medicamentos) suscitan dudas acerca de la profundidad de las reformas estructurales. Se espera que tras las elecciones de julio (cámara alta) se anuncien medidas más contundentes.

La mayoría de analistas coinciden en la necesidad de abordar una reforma laboral de calado que, entre otras cosas, diluya la dualidad actual (coexisten trabajadores con altos derechos adquiridos con otros, mucho menos protegidos). Asimismo, cabría fomentar la participación de la mujer en el mercado de trabajo, con un margen de mejora significativo en la sociedad nipona (por debajo del 50%, frente al 57% de EE. UU. o el 53,4% de España). Una tercera línea de actuación debería centrarse en la reducción del exceso de ahorro empresarial. A tal fin, un marco empresarial que dote de mayor poder al accionista con la finalidad de evitar la excesiva acumulación de efectivo (*cash hoarding*); y/o un marco fiscal que penalice dicha acumulación, son dos posibles vías de actuación. Siguiendo en el ámbito fiscal, también son necesarias medidas que encaucen la sostenibilidad a largo plazo de la deuda pública (que supera de largo, y en términos brutos, el 200% del PIB) y que compensen el envejecimiento de la población.

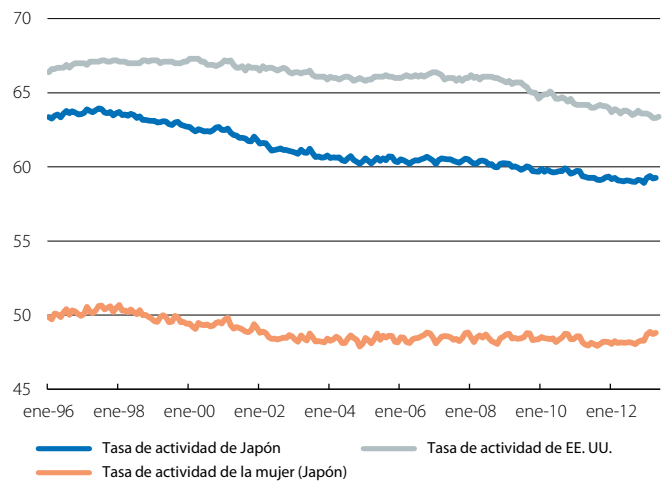
EE. UU.: tipo hipotecario medio



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y "la Caixa" Research.

Japón y EE. UU.: tasa de actividad

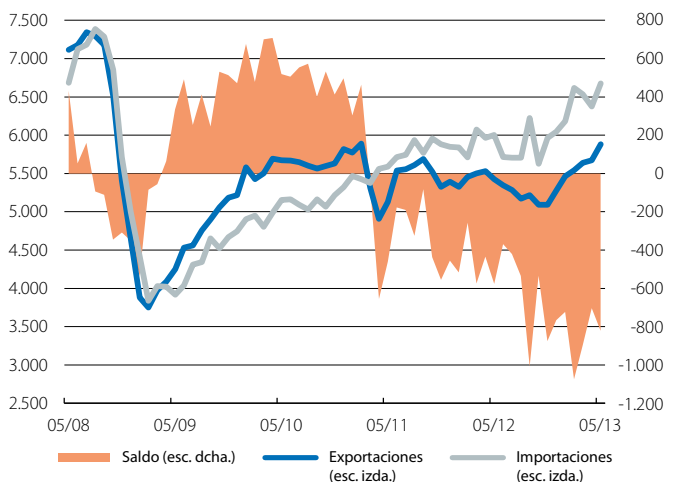
Población en edad de trabajar (%)



Fuentes: Thomson Reuters Datastream y "la Caixa" Research.

Japón: balanza comercial

Datos mensuales (miles de millones de yenes)



Fuentes: Departamento de Comercio y "la Caixa" Research.

ECONOMÍAS EMERGENTES

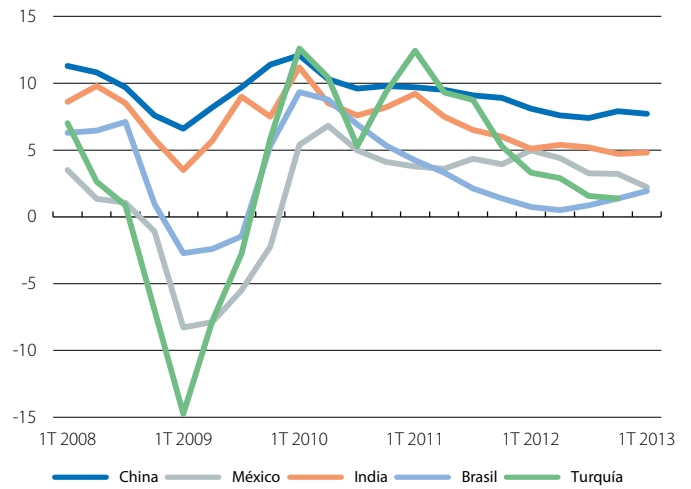
Al otro lado del Pacífico, México sí avanza en su proceso de reformas estructurales (véase Focus «México: de reforma en reforma»). Si bien estas reformas podrían consolidar un mayor crecimiento potencial a medio plazo, la estabilidad macroeconómica promovida en los últimos años resultará de vital importancia en el corto plazo. En especial, si se mantiene el reciente repliegue de los flujos financieros hacia mercados emergentes.

Por el contrario, Brasil, Turquía e India, con unos desequilibrios exteriores y fiscales significativos y sin un plan escrupuloso de reformas en marcha pueden ver comprometido su ritmo de avance económico. En Turquía, los conflictos internos, que enfrentan Gobierno y sociedad, junto al impacto de la Fed han puesto el foco en sus puntos más débiles: una elevada dependencia de los flujos de capital exteriores (necesarios para financiar un déficit por cuenta corriente en torno al 6%) y las siempre presentes tensiones inflacionistas. Brasil, también azotada por las revueltas populares, dispone de poco margen de maniobra fiscal o monetaria para enderezar tanto las tensiones sociales como el complejo cuadro macroeconómico que afronta, con la inflación en máximos y el crecimiento justo iniciando el repunte. En cuanto a India, entre los grandes emergentes, el que acumula los mayores desequilibrios por cuenta corriente y fiscales y el que lo tiene más difícil para lograr el consenso político necesario para impulsar reformas estructurales.

Los síntomas de moderación y las tensiones de liquidez suscitan dudas acerca de la reacceleración china. Unos indicadores de actividad en clave de debilitamiento y la voluntad institucional de cambio de modelo (hacia un crecimiento más equilibrado) nos llevan a revisar a la baja el crecimiento en 2013 (del 7,9% al 7,6%) y 2014 (del 8,4% al 7,8%). Desde que, en marzo, el Gobierno chino rebajara su objetivo de crecimiento en 2013 hasta el 7,5%, las noticias que nos llegan del ejecutivo corroboran su voluntad de cambio de modelo; su intención es apoyarlo más en el consumo interno y menos en la exportación. Aunque ello se traduciría en un crecimiento más equilibrado y sostenible en el medio plazo, comportará importantes ajustes durante el proceso de transformación, que, inevitablemente, aminorarán la marcha del gigante asiático a la vez que imponen ciertos riesgos. En este sentido, cabe interpretar las recientes actuaciones de las autoridades chinas mediante ese prisma de crecimiento equilibrado. Así, por ejemplo, la reticencia inicial del Banco Central de China (PBOC) a proveer liquidez ante el fuerte aumento de los tipos interbancarios puede leerse en clave de alerta a las entidades financieras para que moderen el aumento del crédito, sobre todo fuera del sistema oficial y regulado (el conocido *shadow banking*, véase Focus «China: tensión en el interbancario»). Aunque el objetivo es bienvenido, en el corto plazo intensificó las tensiones de liquidez. Con todo, cuando dichas tensiones repuntaron en exceso, el PBOC no tardó en anunciar su pronta intervención.

Emergentes: PIB

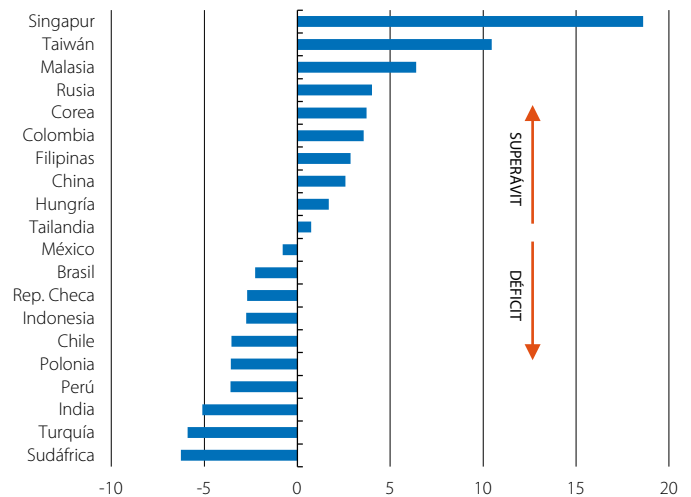
Variación interanual (%)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Saldo por cuenta corriente

2012 (% del PIB)



Fuente: FMI (WEO, abril 2013).

China: indicadores económicos en perspectiva

Variación interanual (%)

	Último dato	Periodo anterior	2012
PIB	7,7	7,9	7,8
Producción industrial	9,2	9,3	10
Producción eléctrica	5,3	7,4	4,2
Ventas minoristas	12,9	12,8	14,3
PMI manuf. (oficial)	50,1	50,8	-
PMI manuf. (HSBC)	48,2	49,2	-
Exportaciones	1,0	14,7	8,0
Importaciones	-0,3	16,8	4,3
Inversión ^(*)	20,4	20,6	20,6
Crédito	14,5	14,9	15,7
Precios al consumo	2,1	2,4	2,7

Nota: (*) Inversión acumulada en capital fijo urbana.

Fuentes: Thomson Reuters Datastream, Markit y "la Caixa" Research.

FOCUS · Fed: ¿del dicho al hecho?

Tras hacer una valoración más positiva de las perspectivas económicas y, en especial, del empleo y el tono del consumo, la Reserva Federal esbozó un calendario provisional de normalización de los estímulos. Este establece que la retirada del *quantitative easing* empezaría en el tramo final de 2013 para completarse a mediados de 2014. Con todo, la condición principal es que se mantenga (o mejore) la expectativa de que la tasa de paro rondará el 7% a mediados de 2014. Asimismo, a no ser que la inflación se descontrolara, las eventuales subidas del tipo de interés de referencia siguen supeditadas al objetivo orientativo de paro del 6,5% que se fijó la Fed en 2012 y que, según su propio escenario de previsiones, no se alcanzaría hasta finales de 2014. ¿Hasta qué punto parece plausible ese calendario?

Aunque los datos recientes invitan al optimismo, el mercado laboral en EE. UU. está recorriendo su peor crisis desde 1945. Entre enero de 2008 y febrero de 2010, se perdieron 8,7 millones de empleos y la tasa de paro subió del 5% al 10%. 66 meses después, se han recuperado un 72% de los puestos perdidos y la tasa de paro está en el 7,6%. En este contexto, alcanzar el objetivo de paro de la Fed, del 6,5%, exigiría crear 1,6 millones de empleos si la población activa se mantuviera constante. Sin embargo, en un escenario de recuperación, cabe prever que la población activa crezca.

La tasa de actividad, es decir el porcentaje de personas en edad de trabajar que tienen o buscan empleo, ha seguido una tendencia descendente desde que empezó la crisis —bajando del 66% al 63% actual—. La mayor parte del descenso se atribuye a parados que, desanimados, dejan de buscar empleo y, por lo tanto, dejan de constar como parados y como activos. A medida que la recuperación se consolide, la reinserción de dichos desanimados también ganará vigor, con lo cual, si el ritmo de creación neta de empleo no es superior a su ritmo de reinserción, la tasa de paro puede estancarse o aumentar. En mayo, por ejemplo, se creó más empleo de lo esperado y, no obstante, la tasa de paro repuntó del 7,5% al 7,6%. La explicación: los inactivos desanimados (como la Fed) lo ven más claro.

Si suponemos que la tasa de actividad tiende a recuperarse hasta niveles más acordes con una recuperación efectiva del empleo, digamos cerca del 65%, lograr el objetivo del 6,5% exigiría crear unos 4,8 millones de empleos. Al ritmo actual, dicha meta no se alcanzaría hasta la segunda mitad de 2015. Ello sugiere que si la población activa repunta como es lógico y el ritmo de recuperación del empleo no gana más vigor, el escenario de la Fed puede pecar de excesivamente optimista y su calendario de retirada, demorarse un poco.

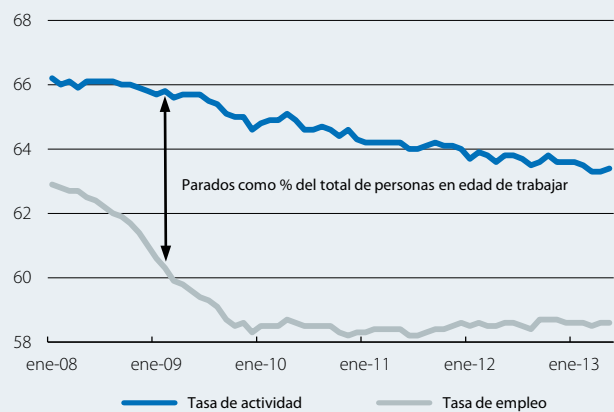
Tasa de actividad y tasa de paro



Nota: Tasa de paro = % de la población activa que no está ocupado y busca empleo.
Fuentes: BLS y "la Caixa" Research.

Población activa: empleados y parados

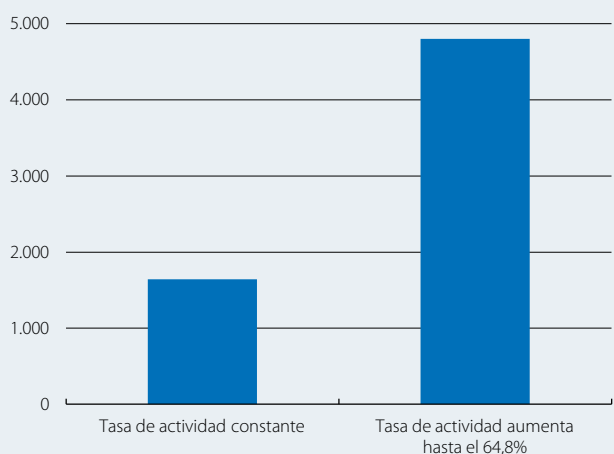
Población mayor 16 años (%)



Nota: Tasa de actividad = % de personas en edad de trabajar que tienen o buscan empleo.
 Tasa de empleo: % de personas en edad de trabajar que tienen empleo.
Fuentes: US Census, BLS y "la Caixa" Research.

Empleos necesarios para un paro del 6,5%

(Miles)



Fuentes: US Census, BLS y "la Caixa" Research.

FOCUS · México: de reforma en reforma

En un entorno de estabilidad macroeconómica, México ha emprendido un programa de reformas estructurales que se perfila clave para impulsar el crecimiento potencial del país. La mayoría de analistas consideran que dicho potencial podría pasar del 3,5% actual al 5%-6% si la batería de reformas se implementa por completo.

El consenso político necesario para materializar ese ambicioso programa se formalizó a finales de 2012 con la firma del «Pacto por México» por parte del PRI, el PAN y el PRD (los tres partidos políticos que constituyen el 86% de la cámara de los diputados). Las principales líneas de reformas incluidas en el Pacto son: la laboral, la educativa, la del sector de las telecomunicaciones, la financiera, la energética y la fiscal. Las tres primeras ya han sido aprobadas por el Congreso, la financiera está en marcha y se espera que las propuestas sobre la fiscal y la energética se presenten durante la segunda mitad de este mismo año (véase tabla resumen de las reformas).

La reforma laboral, la primera en aprobarse y ya en fase de implementación, rompió con 40 años de inmovilismo en las estructuras laborales, introduciendo medidas que refuerzan el vínculo entre productividad y salario y nuevas formas de contratación que permiten relaciones de más corto plazo y reducen el coste de despido. Todo ello, con el objetivo de dotar el mercado de trabajo de mayor flexibilidad.

En lo relativo a la reforma educativa, la principal modificación consiste en el establecimiento de un sistema meritocrático en los puestos de maestro, eliminando la práctica habitual de heredar o incluso vender dichos puestos. Sin duda, un mejor sistema de incentivos es esencial para impulsar la calidad educativa y, en última instancia, el crecimiento económico a largo plazo. Por su parte, la reforma del sector de las telecomunicaciones pretende fomentar la

competencia con la finalidad principal de reducir unos precios que se estiman demasiado elevados. Entre otras actuaciones, incluye la liberalización de la inversión extranjera en el sector.

Dinamizar y abaratar el crédito, en especial de las pymes, es el objetivo central de la propuesta de reforma del sector financiero presentada a principios de mayo. En México, el crédito bancario al sector privado no alcanza el 50% de los activos del sector frente a cifras en torno al 95% en países como Chile o Perú. Incrementar la competencia, fomentar el crédito de la banca de desarrollo (entidades estatales) y mejorar el régimen de garantías son algunas de las vías de actuación que plantea la reforma.

Finalmente, en esta segunda mitad de 2013 se espera que se presenten las complejas propuestas fiscal y energética, ambas estrechamente relacionadas por la fuerte dependencia de los ingresos públicos provenientes del petróleo (un tercio). El grueso de los analistas atribuye a estas dos reformas junto a la laboral la mayor parte (dos terceras partes) del empuje que se estima puede recibir el crecimiento potencial.

Para resultar eficaces, las dos reformas pendientes deberían abordar tres cuestiones clave: (1) permitir la inversión privada a través de contratos con Pemex (empresa estatal energética) para así facilitar la explotación de yacimientos como los de aguas profundas, con importantes reservas de petróleo; (2) reorganizar la estructura de Pemex para ganar eficiencia en sus procesos; y (3) disminuir la dependencia petrolera de los ingresos públicos, por ejemplo, eliminando deducciones en los impuestos sobre la renta.

En definitiva, México ha hecho suya la máxima de que para crecer hay que reformar. Y, de momento, no ha titubeado en su implementación.

Principales reformas

Reforma	Objetivo principal	Contenido: lo más destacado
Laboral (Aprobada nov. 2012)	Flexibilizar el mercado laboral	<ul style="list-style-type: none"> • Crear un marco para el empleo a corto plazo • Reforzar el vínculo productividad-salarios • Reducir los costes de despido
Educativa (Aprobada dic. 2012)	Mejorar la calidad educativa	<ul style="list-style-type: none"> • Contratación más transparente y meritocrática • Mejora en la administración de las escuelas
Telecomunicaciones (Aprobada abr. 2013)	Abaratar precios	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer un órgano regulatorio autónomo para otorgar o denegar concesiones • Permitir mayor participación extranjera
Financiera (Propuesta may. 2013, en curso)	Aumentar el crédito, en especial a pymes	<ul style="list-style-type: none"> • Crear una central de riesgos y facilitar la ejecución de garantías • Facilitar la IED en ciertos tipos de empresas
Fiscal (Esperada 2a ½ 2013)	Disminuir la dependencia energética	<ul style="list-style-type: none"> • Eliminar deducciones en impuesto de la renta y sociedades • Ampliar la base impositiva del IVA • Suprimir los subsidios sobre energía
Energética (Esperada 2a ½ 2013)	Aumentar la viabilidad de nuevas explotaciones de difícil acceso	<ul style="list-style-type: none"> • Permitir la inversión privada a través de contratos con PEMEX basados en incentivos • Reforzar la autonomía financiera de PEMEX y sus prácticas corporativas

Fuente: "la Caixa" Research.

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	06/13
Actividad									
PIB real	1,8	2,2	2,1	2,6	1,7	1,6	-	...	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,4	4,9	4,7	4,5	4,4	3,7	3,9	4,2	...
Confianza del consumidor (valor)	58,1	67,1	65,3	65,0	70,4	62,8	69,0	74,3	81,4
Producción industrial	3,4	3,6	4,5	3,3	2,8	2,5	1,8	1,6	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,2	51,7	52,3	50,9	50,6	52,9	50,7	49,0	...
Viviendas iniciadas (miles)	612	783	741	781	896	957	856	914,0	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	140	141	140	142	145	150	155,4	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,9	8,1	8,2	8,0	7,8	7,7	7,5	7,6	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	58,6	58,6	58,5	58,7	58,6	58,6	58,6	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-3,7	-3,4	-3,6	-3,6	-3,4	-3,3	-3,2	...	...
Precios									
Precios de consumo	3,2	2,1	1,9	1,7	1,9	1,7	1,1	1,4	...
Precios de consumo subyacente	1,7	2,1	2,3	2,0	1,9	1,9	1,7	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 "la Caixa" Research.

JAPÓN

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13	06/13
Actividad									
PIB real	-0,5	1,9	3,9	0,3	0,4	0,2	-	...	-
Confianza del consumidor (valor)	37,7	40,0	40,0	40,1	40,0	44,1	44,5	45,7	...
Producción industrial (valor)	-2,6	0,2	6,7	-3,7	-6,3	-6,5	-4,7	-1,0	...
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	4,1	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-0,6	-1,4	-1,0	-1,3	-1,4	-1,7	-1,8	-2,0	...
Precios									
Precios de consumo	-0,3	0,0	0,2	-0,4	-0,2	-0,6	-0,7	-0,3	...
Precios de consumo subyacente	-1,0	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5	-0,8	-0,5	-0,3	...

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

Fuentes: Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón, Thomson Reuters Datastream y "la Caixa" Research.

CHINA

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13
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	12,9
Producción industrial	13,7	10,0	9,5	9,1	10,0	9,6	9,3	9,2
PMI manufacturas (oficial) (valor)	51,4	50,8	51,3	49,7	50,5	50,5	50,6	50,8
Sector exterior								
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	154	231	179	196	231	274	274	276
Exportaciones	20,2	8,0	10,5	4,5	9,5	18,4	14,7	1,0
Importaciones	25,0	4,3	6,4	1,4	2,8	8,3	16,8	-0,3
Precios								
Precios de consumo	5,4	2,7	2,9	1,9	2,1	2,4	2,4	2,1
Tipo de interés de referencia ⁽²⁾ (valor)	6,56	6,00	6,31	6,00	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	6,1

Notas: (1) Saldo acumulado de 12 meses. Miles de millones de dólares. (2) Final del periodo.

Fuentes: Oficina Nacional de Estadísticas, Thomson Reuters Datastream y "la Caixa" Research.

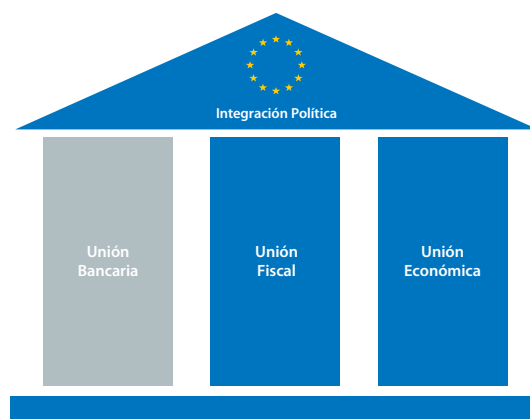
UNIÓN EUROPEA

Sin sorpresas en el Consejo Europeo. La agenda institucional del mes de junio, como es habitual, ha estado trufada de importantes reuniones y cimeras. El resultado, también el habitual: acuerdos de mínimos, fragmentados y comedidos, pero en la dirección correcta, que permiten ir forjando, poco a poco, una unión económica y monetaria más robusta. El acuerdo más relevante al que se llegó en el Consejo Europeo es el referente a la unión bancaria, uno de los tres pilares sobre los que se debe apoyar la nueva UEM. Acordado ya que el BCE será el supervisor de la banca europea a partir del próximo verano, ahora tocaba definir las reglas de intervención de los bancos insolventes. En este sentido, se ha establecido un orden de prelación de los pasivos para el caso en que sea necesario llevar a cabo un *bail-in*, dejando claro que los depósitos minoristas y las cédulas hipotecarias están protegidos. Con ello se evitará que en futuras crisis bancarias ocurran episodios confusos como los vividos en Chipre el pasado abril. También se acordó la creación de fondos de resolución nacionales con normas armonizadas, que en diez años deberán estar dotados de al menos el 0,8% de los depósitos asegurados. Los fondos nacionales se ven como un paso intermedio hacia la creación de un Mecanismo Único de Resolución (véase Focus «Entidades insolventes: el Consejo opta por el *bail-in 2.0*» para los detalles de este acuerdo).

El desempleo juvenil y el crédito a pymes se ponen encima de la mesa. El Consejo Europeo también ha acordado movilizar 8.000 millones de euros para la implementación de medidas que fomenten el empleo juvenil (España recibirá 2.000). Estos fondos deberán utilizarse para promover iniciativas como la garantía juvenil, que pretende asegurar un empleo o formación a los jóvenes al cabo de 4 meses de haberlo perdido o tras concluir el sistema educativo formal. Respecto a las medidas para reactivar el crédito a pymes, el Banco Europeo de Inversiones, conjuntamente con la CE, remitió un informe al Consejo Europeo donde se proponían diversas opciones para otorgar garantías a los préstamos bancarios a pymes, posiblemente con la implicación de los institutos de crédito oficiales nacionales. El Consejo Europeo se comprometió a impulsar este tipo de medidas y en los próximos meses debería dar a conocer los detalles de cómo se articularán.

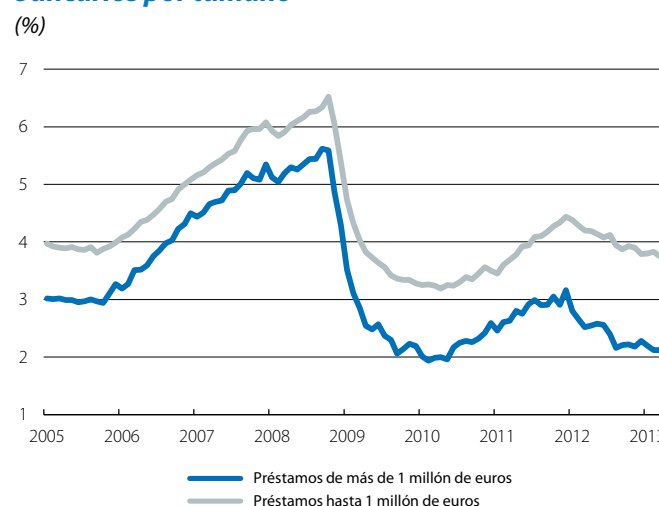
La recuperación económica avanza al mismo paso que las reformas institucionales: lentamente. Tal y como se esperaba, el ritmo de contracción de la actividad aflojó el paso en el primer trimestre (-0,2% en 1T 2013 *versus* -0,6% en 4T 2012 en términos intertrimestrales). De todas formas, el reparto de papeles entre aquellos elementos que frenan la recuperación y los que la apoyan sorprendió. La moderación del ritmo de ajuste no vino respaldado ni por las exportaciones ni por la inversión. En ambos casos el retroceso fue prácticamente el mismo que en 4T 2012, del -0,8% y -1,6%, respectivamente. No obstante, en ninguno de los casos se espera un estancamiento. El índice de expectativas de exportaciones, por ejemplo, ha repuntado notablemente en el segundo trimestre recuperando cotas de principios de 2012.

Los pilares de la nueva Unión Económica y Monetaria



Fuente: "la Caixa" Research.

Eurozona: tipo de interés de los préstamos bancarios por tamaño



Fuente: Banco Central Europeo.

Eurozona: desglose del PIB y previsiones

Variación intertrimestral (%)

	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013
Consumo privado	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,1
Consumo público	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Inversión	-1,4	-1,6	-0,2	0,2	0,3
Exportaciones netas ^(*)	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
PIB	-0,6	-0,2	0,0	0,2	0,3

Nota: (*) Contribución al crecimiento.

Fuente: Comisión Europea.

Previsiones

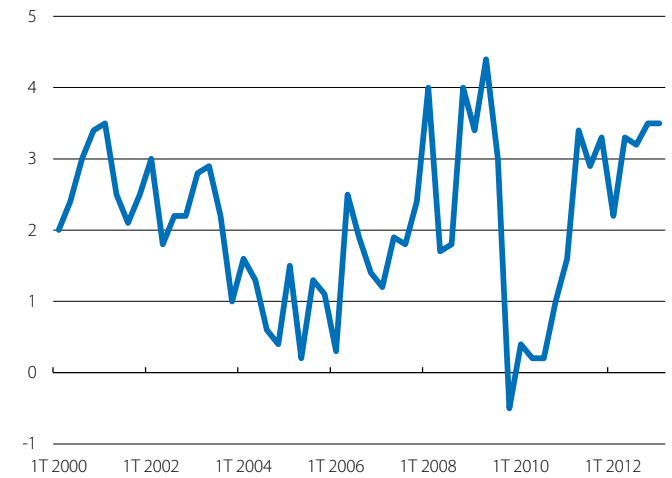
El consumo de los hogares sorprende con un avance del 0,1%, y supera las expectativas más optimistas. Sin embargo, ello no es fruto de una mejora generalizada de la renta de los hogares en los países de la eurozona. La respuesta la encontramos en Alemania, país en el que el consumo creció un 0,8%. Además, no parece que haya síntomas de agotamiento. Los incrementos salariales registrados en el país teutón durante los últimos meses han sido bastante superiores al promedio de la eurozona. El crecimiento de los costes salariales por hora hace meses que se sitúa por encima de la inflación, lo que permite a los hogares ganar poder adquisitivo y, por tanto, mantener unos buenos registros de consumo. Además, ello se combina con una excelente salud del mercado laboral: la tasa de paro lleva nueve meses sin moverse del 5,4%, un mínimo histórico. En Alemania, por tanto, parece que poco a poco la demanda interna va despertando. Ello contrasta con la evolución del consumo en los otros grandes países de la eurozona. En Francia creció un ligero 0,1% intertrimestral; y retrocedió un 0,5% y un 0,2% en Italia y España, respectivamente.

El mercado de trabajo se acerca al punto de inflexión. El índice promedio del segundo trimestre de la encuesta de la Comisión Europea sobre la intención de contratar trabajadores en los próximos tres meses muestra que la situación del mercado laboral ha mejorado respecto al primer trimestre en todos los sectores. El mercado laboral alemán se mantiene claramente en una mejor situación que en el resto de países, pero los avances están siendo también generalizados en todos los países. Destaca la evolución de este mismo índice para España, donde para el sector servicios ya está muy cerca de las cotas a partir de las que, históricamente, se ha creado ocupación. Tras 5 años con una pésima evolución del mercado laboral, que ha erosionado tanto la confianza de los que han perdido el trabajo como la de los que lo mantienen pero se sienten amenazados por la elevada incertidumbre, estos signos de estabilización son fundamentales para que, poco a poco, se pueda dar la vuelta a esta situación.

El sentimiento económico sigue dibujando una tendencia de fondo positiva. En junio, el índice aumentó 1,8 puntos, hasta los 91,3. Este fue el mayor incremento mensual de los últimos tres años. Además, en gran medida esta mejora se debe al salto del índice de confianza del consumidor, que subió hasta niveles del verano de 2011 y se situó en los -18,8 puntos. De esta forma, el promedio para el segundo trimestre (-21,0) se situó por encima del primero (-23,7). Con todo, se encuentra muy por debajo de la media de las últimas tres décadas (-13). El caso alemán vuelve a ser destacable, ya que el índice de confianza del consumidor avanzó por sexto mes consecutivo hasta los -3,2 puntos y se situó por encima de su promedio histórico (-7,9). Esta trayectoria positiva de la confianza del consumidor teutón corrobora de nuevo las mejores perspectivas para la demanda interna de este país, que tras el fuerte avance del consumo en el primer trimestre, parece que en el segundo volverá a avanzar de forma notable. Las ventas minoristas de mayo, que avanzaron un 0,8%, igualmente apuntan en esta dirección.

Alemania: costes salariales nominales por hora

Variación interanual (%)

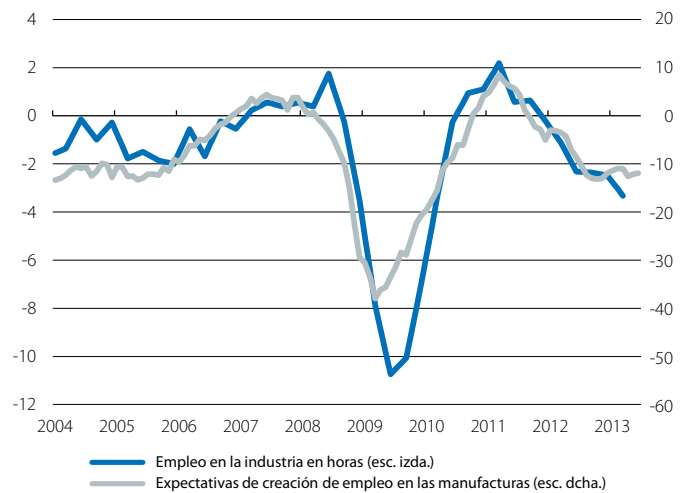


Fuente: Eurostat.

Eurozona: indicadores de empleo

Variación interanual (%)

(Valor)

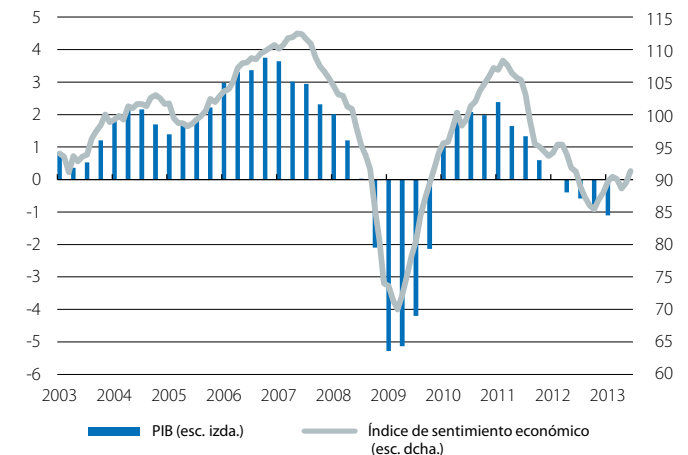


Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea y "la Caixa" Research.

Eurozona: PIB e índice de sentimiento económico

Variación interanual (%)

(Valor)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea y "la Caixa" Research.

Los indicadores de actividad también avalan el escenario de expansión gradual. El avance de 1,8 puntos en junio de la confianza del sector industrial, otro de los componentes del índice general de sentimiento económico, corrobora que, por el lado de la oferta, la situación se presenta también algo más optimista. Ello concuerda con la lectura de otros indicadores de actividad económica que también muestran un mejor segundo trimestre. El índice PMI se está acercando a los niveles compatibles con el crecimiento económico. En junio, este indicador marcó el máximo en 15 meses para la eurozona, con subidas tanto en el sector de servicios como en el manufacturero. Esta vez, Francia lideró los avances reduciendo así la distancia con el índice alemán. No obstante, el índice francés continúa rezagado con respecto a la eurozona.

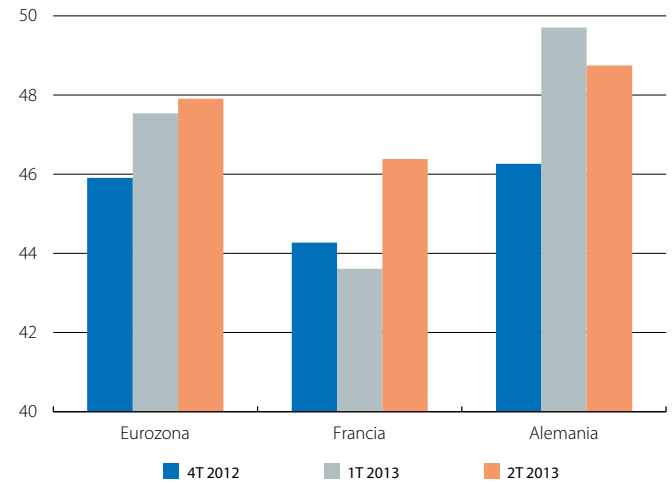
El cambio de tendencia de la producción industrial, cada vez más creíble. En abril, y por tercer mes consecutivo, la producción industrial de la eurozona anotó tasas positivas (0,4%), impulsada por la mejora en Alemania (1,2%) y Francia (2,3%), y un menor retroceso de los periféricos. Ello sitúa la tasa de variación interanual cada vez más cerca de la estabilización (-0,6%). Uno de los componentes que en los últimos meses está ofreciendo un mejor comportamiento es el de bienes de capital. En el mes de abril, por ejemplo, avanzó un 2,7% intermensual, tras dos meses con avances cercanos al 1%. El mal comportamiento de la inversión en el primer trimestre, por tanto, parece que no se volverá a repetir en el segundo trimestre.

El proceso de recuperación seguirá contando con el apoyo de una política monetaria laxa. Tras el giro en la política monetaria de la Fed, el BCE se apresuró a recordar que en la eurozona la actividad todavía se encuentra muy débil y que siguen sin apreciarse presiones inflacionistas que hagan necesario un cambio de la política monetaria. Efectivamente, si bien la inflación aumentó dos décimas en mayo hasta el 1,4% interanual, esta se mantiene en cotas confortables para el BCE y dada la debilidad de la demanda del conjunto de la eurozona parece difícil que el recorrido al alza pueda ser demasiado amplio.

Destaca la subida de la inflación en Alemania, de medio punto, hasta el 1,6%. El aumento ha sido considerable y, en general, bastante superior al que se ha producido en el resto de países de la eurozona. Dada la buena marcha de la demanda interna y las perspectivas de mejora que presenta, el diferencial positivo de la inflación alemana con respecto a la eurozona (el promedio histórico está en el -0,4) podría alimentar el debate sobre la idoneidad de mantener la política expansiva del BCE. Sin embargo, el primer apunte a tener en cuenta es que, a pesar de que el aumento ha sido ciertamente destacable, la tasa de inflación todavía se encuentra en niveles relativamente bajos. Además, el aumento de precios no es generalizado a todos los epígrafes: se ha concentrado en los alimentos y el juego, mientras que el coste de la energía, las telecomunicaciones o los servicios financieros se ha moderado. Ello hace pensar que el repunte obedece a factores temporales. En este sentido, mantenemos la previsión de inflación para el conjunto del año en el 1,5%, una cifra similar a la del Consenso de Analistas, que la sitúa en el 1,6%.

Índice PMI manufacturas

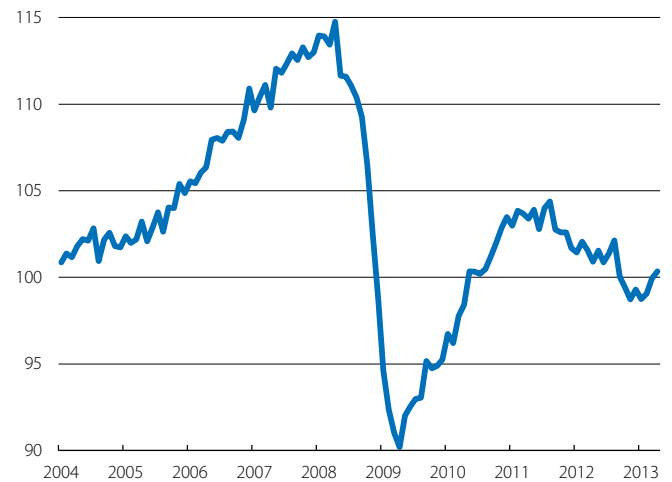
Promedio trimestral (índice)



Fuente: Markit.

Eurozona: producción industrial

(Índice 2010 = 100)

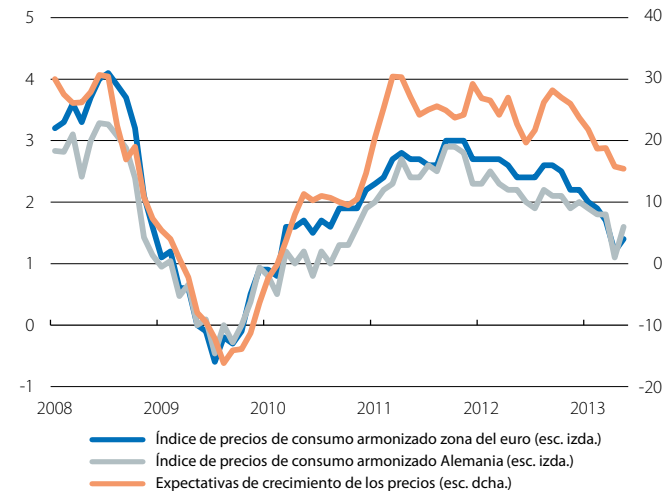


Fuente: Eurostat.

Eurozona: inflación

Variación interanual (%)

(Valor)



Fuentes: Eurostat, encuestas de opinión de la Comisión Europea y "la Caixa" Research.

FOCUS · Superávits corrientes: ¿un problema?

El ajuste de los desequilibrios corrientes en los países europeos presenta evoluciones muy distintas. El déficit de los países periféricos se ha reducido cerca de 10 puntos porcentuales en los últimos 4 años. En cambio, el saldo corriente en 2012 de los países con superávit de la UE sobrepasaba, por tercer año consecutivo, el 6% del PIB (umbral a partir del cual la Comisión Europea considera que un superávit corriente es excesivo)⁽¹⁾. El nuevo aumento del superávit que se ha producido en los primeros meses de 2013 intensifica el debate acerca de la necesidad, o no, de corregir este desequilibrio.

Las voces críticas con la corrección del superávit esgrimen que este es resultado de la elevada competitividad de dichas economías. De hecho, cuatro de ellas (Finlandia, Suecia, Países Bajos y Alemania) se encuentran entre las seis regiones más competitivas del mundo⁽²⁾. Esta buena posición competitiva les ha permitido mantener un buen ritmo exportador, pues ante la contracción de la demanda de sus socios europeos han podido abrir nuevos mercados. Así, a pesar de que el superávit de bienes de estos países con la UE se redujo, en promedio, 1,7 puntos porcentuales entre 2008 y 2012, el mayor saldo con el resto del mundo compensó parte de esta caída.

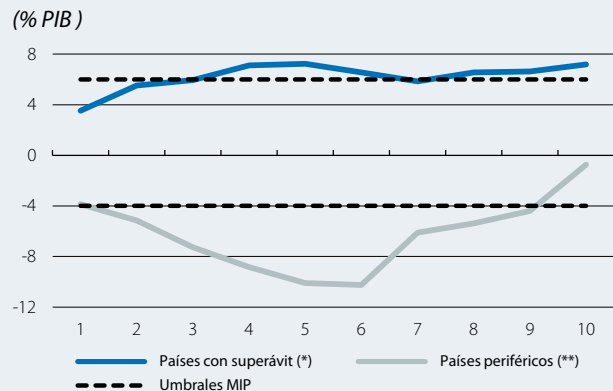
Otros factores que hacen que estos países tengan un importante superávit por cuenta corriente son su mayor renta per cápita y la estructura poblacional, con una población más envejecida. Ambos factores hacen que la tasa de ahorro sea más alta. De todas formas, las diferencias respecto al promedio de la UE tampoco son muy grandes.

En cualquier caso, estos países presentan un superávit por cuenta corriente superior al permitido por la Comisión Europea y, si no se corrige, puede que al final se les recomiende la toma de medidas para estimular su demanda interna, con el consiguiente efecto que esto supondría para las exportaciones del resto de países de la UE. A modo ilustrativo, si los hogares y empresas de los países con superávit redujeran su ahorro hasta niveles similares al promedio europeo, ello supondría un aumento de las exportaciones intracomunitarias del 1%.

En definitiva, el importante superávit por cuenta corriente que presentan algunos países de la UE es, en gran medida, resultado de su elevada competitividad y de su estructura poblacional y, en este sentido, no representa un riesgo excesivo. Además, tampoco parece que el resto de países europeos deba confiar la suerte de su sector exterior a un mayor estímulo de la demanda interna de los países superavitarios, ya que el impacto sobre el comercio sería limitado.

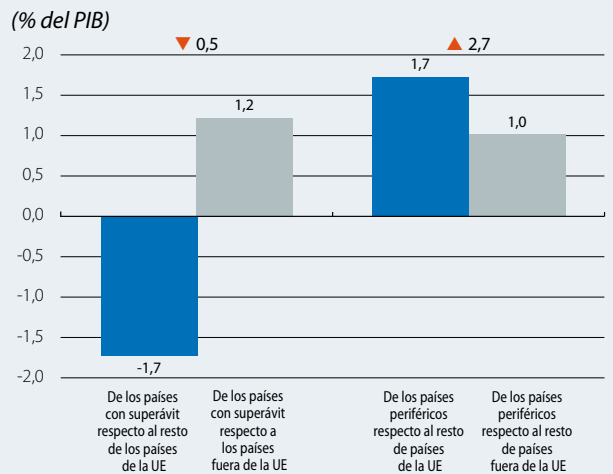
(1) Superávit promedio ponderado por el peso del PIB.
 (2) Véase Global Competitiveness Report.

Saldo corriente



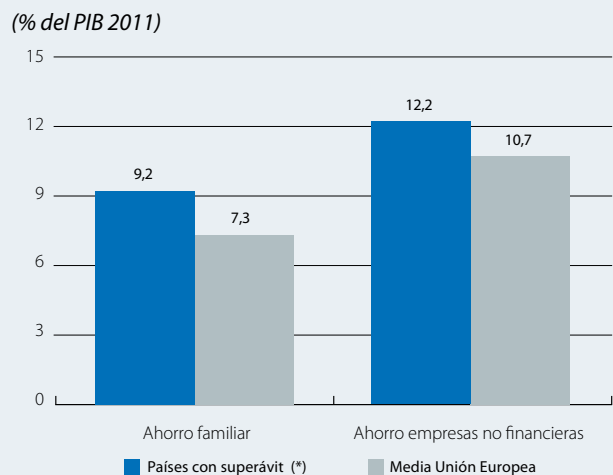
Notas: MIP: Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos.
 (*) Alemania, Austria, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia.
 (**) España, Irlanda, Grecia y Portugal.
Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Variación del saldo de bienes (2008-2012)



Nota: Países don superávit: Alemania, Austria, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia. Países periféricos: España, Irlanda, Grecia y Portugal.
Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Tasa de ahorro de hogares y entidades no financieras



Nota: (*) Alemania, Austria, Dinamarca, Finlandia, Luxemburgo, Países Bajos y Suecia.
Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

FOCUS · Entidades insolventes: el Consejo opta por el *bail-in* 2.0

En su reunión del 26 de junio, el Consejo Europeo ha alcanzado una posición conjunta acerca de cómo intervenir entidades insolventes en el futuro. De ser apoyado por el Parlamento Europeo, el acuerdo permitirá ofrecer una fuerte protección a los depositantes minoristas, aunque no romperá completamente el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano.

El Consejo ha ratificado el uso del *bail-in* a partir de 2018 como instrumento principal de recapitalización de estas entidades, de modo que se repartan las pérdidas entre los acreedores bancarios como paso previo a la inyección de dinero público (hasta 2018 se utilizará un sistema similar al de España y que la Comisión Europea concretará en agosto). El orden de prelación que se ha establecido es: 1) capital, 2) otros instrumentos de capital, 3) deuda júnior, 4) deuda sénior y depósitos no asegurados de grandes empresas, 5) depósitos superiores a 100.000 euros de pymes y particulares, y 6) Fondo de Garantía de Depósitos (FGD). Quedan excluidos de la posibilidad de sufrir quitas los depósitos asegurados (los inferiores a 100.000 euros), la deuda garantizada (incluyendo las cédulas), y los pasivos interbancarios con vencimientos de hasta 7 días. Además, las autoridades de resolución nacionales deberán establecer el porcentaje mínimo de pasivos sujetos a *bail-in* que cada institución deberá mantener, en función de su riesgo, tamaño o modelo de negocio. Este porcentaje podría armonizarse a partir de 2016 si la EBA así lo recomienda.

Pese al protagonismo del *bail-in*, el acuerdo permite cierta discrecionalidad a las autoridades de resolución nacionales para inyectar fondos sin necesidad de agotar todos los pasivos. Esta posibilidad se contempla para evitar el contagio a otras entidades, asegurar la continuidad de las funciones críticas o evitar la destrucción de valor. Así, tras aplicar un *bail-in* mínimo equivalente al 8% de los pasivos de la entidad intervenida, será posible utilizar los fondos de resolución nacionales para inyectar hasta un 5% adicional antes de imponer quitas sobre los siguientes pasivos en el orden de prelación. Estos fondos de resolución estarán predotados con las aportaciones anuales de las entidades financieras, de modo que puedan cubrir un mínimo del 0,8% de los depósitos asegurados del sistema en 10 años. Si, llegado el caso, estos fondos no fueran suficientes para cubrir el 5% adicional, la autoridad de resolución podría recurrir al Tesoro.

Los incentivos de este esquema están muy orientados a proteger a los depositantes minoristas. Por un lado, es probable que, para mejorar la calificación crediticia y reducir el coste de la deuda sénior, las entidades decidan mantener, al menos, el 8% de sus pasivos en forma de capital o deuda subordinada. Por otro lado, las autorida-

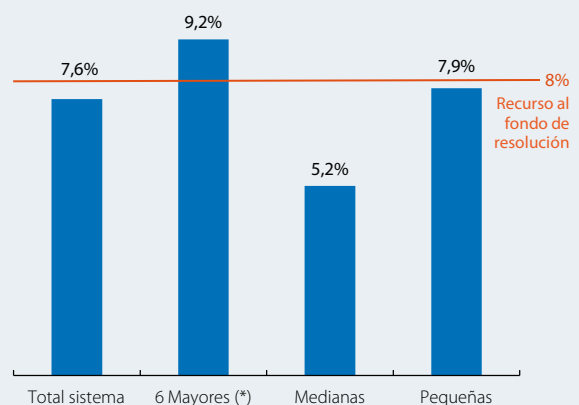
des de resolución minimizarán el contagio si deciden inyectar el 5% antes de establecer quitas a la deuda sénior. De este modo, tan solo pérdidas superiores al 13% de los activos conllevarían quitas para la deuda sénior y los depósitos de grandes empresas. No obstante, incluso en ese caso, el acuerdo del Consejo permite a las autoridades de resolución acudir a los Tesoros nacionales para evitar imponer pérdidas a los depósitos no asegurados de grandes empresas y minoristas.

En relación con este rol de los Tesoros nacionales como garantes finales del esquema, el acuerdo del Eurogrupo del pasado 20 de junio contempla también otro punto crucial: la posibilidad de que el MEDE inyecte fondos directamente a las entidades intervenidas, para debilitar así el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano. Esto será posible únicamente si los fondos que debe inyectar el Tesoro ponen en peligro la sostenibilidad fiscal del Estado. En cualquier caso, la contribución del MEDE solo se realizará una vez el Estado se haya responsabilizado del importe necesario hasta alcanzar el 4,5% de los activos ponderados por riesgo. Este recurso tan solo estará disponible una vez sea efectivo el supervisor único, por lo que en principio no se podrá contar con él para las próximas pruebas de resistencia.

A modo de valoración, cabe señalar que la fórmula encontrada busca, en parte, reducir las garantías implícitas de las que gozaba la banca. La participación directa del MEDE contribuirá también a reducir considerablemente la posibilidad de contagio al soberano en caso de crisis bancarias individuales. Aun así, el mecanismo dista mucho del que debería operar en una unión bancaria robusta, pues la contribución del Estado puede ser todavía excesiva en situaciones de crisis sistémica como la que aún perdura.

El peso del capital y los pasivos subordinados en la banca española

Sobre total de pasivos (%)



Nota: (*) Santander, Banesto, BBVA, CaixaBank, Popular y Sabadell.
Fuente: Banco de España.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13	06/13
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,2	-1,8	-1,5	-2,7	-1,9	-1,1	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,3	-2,4	-2,2	-3,0	-2,3	-0,6	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,3	-23,8	-26,2	-23,7	-22,3	-21,9	-18,8
Sentimiento económico	101,7	90,4	87,4	86,8	90,1	88,6	89,5	91,3
PMI manufacturas	52,2	46,2	45,1	45,9	47,5	46,7	48,3	48,7
PMI servicios	52,6	47,6	47,1	46,9	47,6	47,0	47,2	48,6
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-0,9	-	...	-
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	10,2	11,4	11,5	11,8	12,1	12,2	...	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,2	10,3	10,5	10,8	11,0	...	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	10,8	11,3	11,9	12,0	...	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,0	25,5	26,1	26,6	26,8	...	...

Fuentes: Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, Markit y "la Caixa" Research.

Sector exterior

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

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13	06/13
Saldo corriente: zona del euro	0,2	1,4	1,0	1,4	1,8	1,9	...	...
Alemania	6,2	7,0	6,8	7,0	6,9	7,2	...	...
Francia	-1,9	-2,3	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	...	...
Italia	-3,1	-0,5	-1,1	-0,5	0,1	0,2	...	...
España	-3,7	-1,1	-2,3	-1,1	0,0	0,0	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal⁽¹⁾ (valor)	103,4	97,9	95,9	97,9	100,7	100,4	100,5	101,6

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 "la Caixa" Research.

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	05/13
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ⁽¹⁾	2,0	-0,3	0,2	-0,6	-1,5	-1,4	-1,9	-2,1
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	2,7	1,2	1,3	0,9	0,7	0,4	0,3	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	2,2	...
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	2,9	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	1,4	4,1	2,4	4,9	7,2	8,0	9,8	9,7
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	2,4	1,1	1,9	1,0	0,1	0,0
Instrumentos negociables	-5,5	0,5	3,2	1,1	-3,2	-9,7	-13,9	-15,7
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,6	2,8	2,7	2,8	2,7	2,4	2,3	...

Notas: (1) Datos ajustados de ventas y titulaciones. (2) Incluyen las ISFLSH. (3) Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

Fuente: Banco Central Europeo.

ECONOMÍA ESPAÑOLA

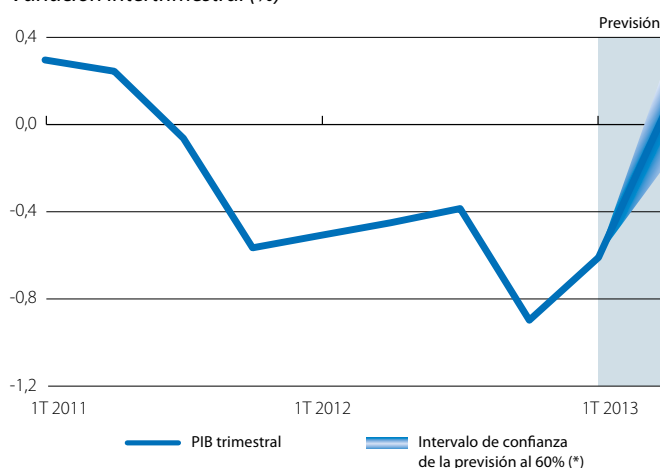
La recesión, próxima a su fin. Tras prácticamente dos años ininterrumpidos de contracción, los indicadores de actividad disponibles hasta junio apuntan a que la situación económica en España se está estabilizando. El indicador avanzado del PIB de "la Caixa" Research confirma esta percepción. Basado en la evolución de varios indicadores de alta frecuencia —que contemplan factores de oferta, de demanda y del mercado laboral—, nuestro índice sitúa la variación de la actividad económica en el segundo trimestre entre el $-0,2\%$ y el $0,2\%$ intertrimestral. Dado que el índice no captura directamente otros factores que también pueden afectar al crecimiento económico, como el proceso de consolidación fiscal, mantenemos nuestra previsión de variación del PIB en la banda baja de este intervalo ($-0,2\%$ intertrimestral), pero el cambio de tendencia hacia una moderación del ritmo de contracción parece firme. De hecho, nuestro escenario contempla que, a partir de la segunda mitad del año, la actividad retomará la senda del crecimiento. Para que ello se confirme, sigue siendo primordial apuntalar los pilares que deben apoyar el crecimiento de la economía española en el largo plazo. En este sentido, el FMI se sumó a la posición de la Comisión Europea y animó al Gobierno a ahondar en las reformas emprendidas.

Los indicadores adelantados de oferta muestran una tendencia alcista. La mejora es generalizada. Entre febrero y mayo de 2013, el ritmo de caída del consumo eléctrico, acumulado de tres meses, se ha reducido a menos de la mitad (del $-4,0\%$ al $-1,8\%$ interanual) y anticipa un buen dato de la producción industrial en mayo. La reactivación de la actividad industrial es consistente con nuestro escenario de paulatina recuperación de la inversión española, particularmente en bienes de equipo, en los próximos trimestres. Esta mejora viene respaldada por la incipiente recuperación de la demanda europea. Tras un primer trimestre desfavorable, los pedidos industriales procedentes del viejo continente aumentaron un $11,1\%$ interanual en abril. El resto de pedidos exteriores también presentaron un intenso dinamismo ($19,8\%$ en el mismo periodo). Este buen comportamiento de la demanda externa ha impulsado el índice PMI de manufacturas en mayo hasta niveles máximos de los últimos dos años ($48,1$), y no descartamos que alcance niveles consistentes con tasas de crecimiento positivas de la actividad en breve.

La demanda nacional da muestras de estar tocando fondo, aunque sigue a niveles relativamente bajos. Los indicadores adelantados de consumo muestran un claro punto de inflexión. Las ventas minoristas redujeron, en mayo, su ritmo de contracción hasta el $-4,6\%$ interanual y la confianza de los consumidores registró una notable mejora en junio. Todo ello se refleja en el menor ritmo de contracción del indicador sintético del consumo que, a tenor de su elevada correlación con el consumo privado, augura un inminente cambio de tendencia en la evolución del mismo. Sin embargo, la demanda aún es débil (las ventas minoristas se sitúan un 25% por debajo del nivel de 2007), por lo que las presiones inflacionistas se mantienen alejadas.

Indicador avanzado del PIB: "la Caixa" Research

Variación intertrimestral (%)

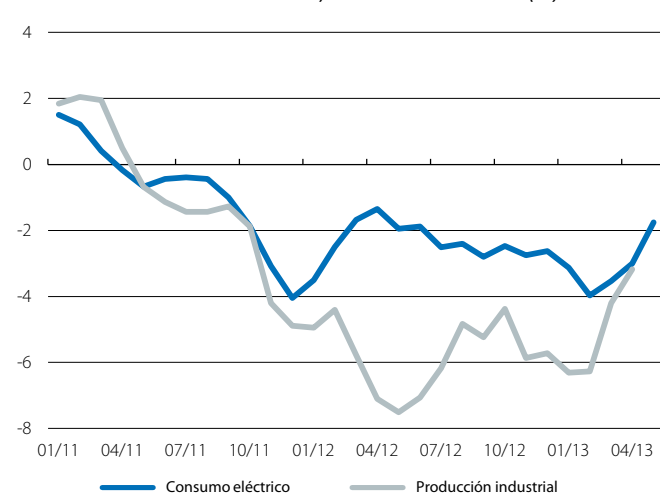


Nota: (*) La probabilidad de que el PIB del 2T 2013 se encuentre dentro de este intervalo es del 60%.

Fuente: "la Caixa" Research.

Indicadores de oferta

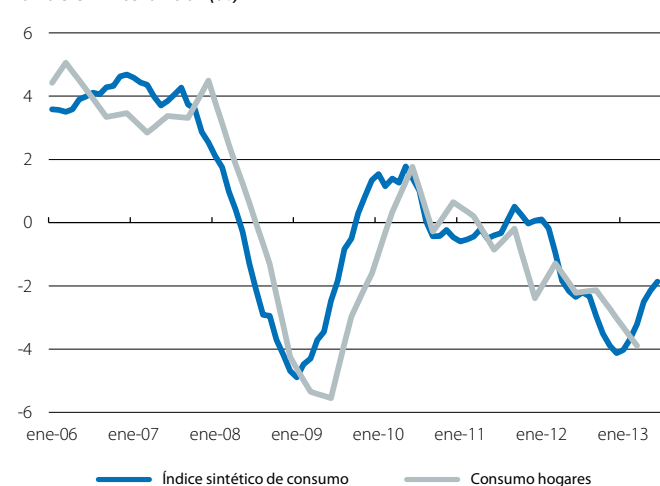
Datos acumulados de tres meses, variación interanual (%)



Fuentes: Ministerio de Economía y Competitividad, INE y "la Caixa" Research.

Consumo

Variación interanual (%)



Fuentes: Ministerio de Economía y Competitividad, INE y "la Caixa" Research.

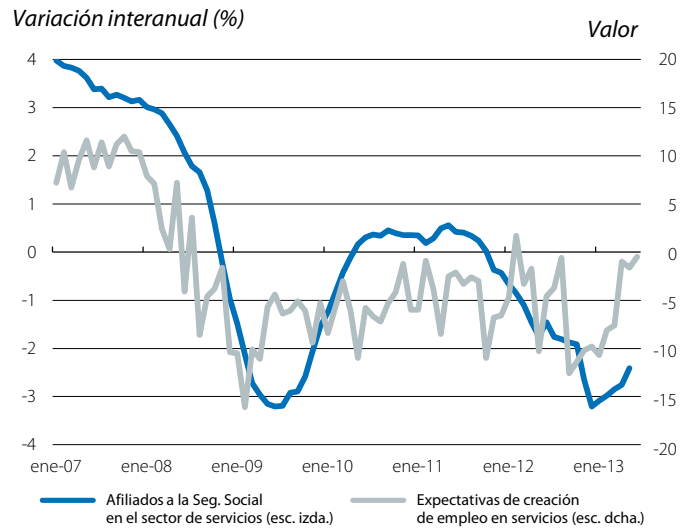
De hecho, el aumento de la inflación en junio, de 4 décimas hasta el 2,1%, responde a la contribución del componente energético. De cara a los próximos meses, la inflación retomará la tendencia decreciente y esperamos que el fin de algunos efectos de base (subida del IVA y otros productos regulados) la sitúe cerca del 1% a finales de año.

Los datos del mercado laboral sorprenden positivamente. La temporada turística de 2013 se ha iniciado con buen pie y eso se nota en los registros del mercado laboral. Concretamente, el número de afiliados de mayo aumentó en 134.660, un crecimiento más propio al del periodo anterior a la crisis, que en este mes aumentaba en 163.115 de promedio, que al de los últimos años. Ello ha presionado a la baja el paro registrado, que se redujo en 98.265 personas en el mismo mes. El avance de las expectativas de contratación en junio, principalmente en el sector de los servicios, refuerza los indicios de estabilización del mercado laboral. En este contexto, el ajuste salarial siguió avanzando: los costes laborales por hora retrocedieron un 0,7% interanual en 1T 2013 (véase Focus «La moderación salarial apoya la mejora de la competitividad»). La contención salarial fue especialmente importante en aquellos sectores sometidos a un mayor proceso de transformación durante la crisis, como el inmobiliario, el público o el financiero. Esperamos que la moderación salarial se mantenga durante los próximos trimestres, aunque, posiblemente, a un ritmo cada vez menor.

El sector exterior sigue ganando tracción. El crecimiento de las exportaciones en abril, del 18,9% interanual en términos nominales, puso fin a los tímidos avances de los dos meses anteriores (del 2,2% interanual entre febrero y marzo). Aunque este dinamismo se debe, en parte, a efectos de calendario, los flujos de fondo muestran una aceleración del ritmo exportador. La demanda procedente de países de fuera de la zona del euro (+15,1% interanual entre enero y abril) sigue liderando el avance de las exportaciones. La demanda europea, tras la debilidad mostrada en 1T 2013, parece que también está despertando. Estas muestras de mejora también se observan en la evolución de la entrada de turistas procedentes de Europa en mayo, con un avance del 8,4% interanual. Ello hace cada vez más probable que el récord histórico de visitantes extranjeros que se alcanzó en 2008, de 59,4 millones, se pueda volver a repetir este año. En conjunto, por tanto, esperamos que el buen ritmo de mejora del saldo corriente se mantenga a lo largo del año, lo que nos lleva a revisar 8 décimas al alza nuestra previsión de superávit para 2013, hasta el 1,8% del PIB.

El desalancamiento del sector privado presiona el crédito a la baja. En abril, la caída del crédito fue del -12,3% interanual. Parte de este descenso se debe al traspaso de activos de los bancos nacionalizados a la Sareb entre diciembre y febrero pasados. De todos modos, si descontáramos este efecto, la contracción sería del 8% aproximadamente, lo que refleja tanto la debilidad de la oferta como de la demanda de crédito. Esta debilidad es generalizada en todos los sectores de actividad. No solo afecta al crédito ligado al sector inmobiliario, sino también a otras ramas de actividad como los servicios o la indus-

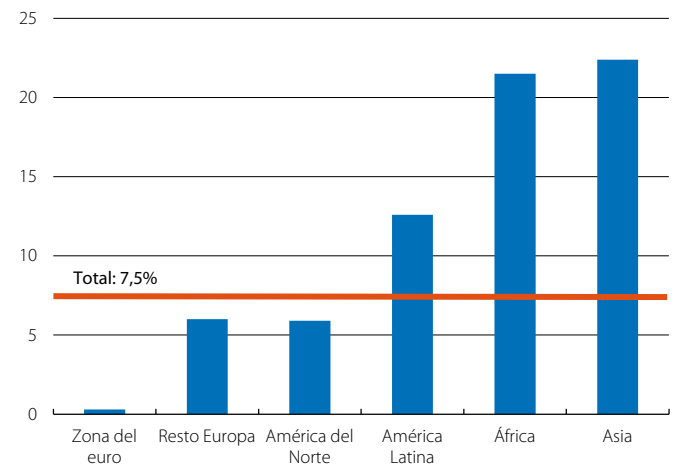
España: indicadores de empleo



Fuentes: Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Comisión Europea y "la Caixa" Research.

Exportaciones de bienes

Variación interanual. Datos acumulados enero-abril (%)



Fuentes: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y "la Caixa" Research.

Crédito y morosidad por segmentos

1T 2013 (millones de euros y % de var. interanual)

	Saldo	Var. interanual	Tasa morosidad
Hogares-vivienda	625.439	-3,7	4,2
Hogares-consumo	117.690	-11,3	10,0
Actividades productivas	761.658	-18,6	16,0
Construcción	67.227	-30,1	25,4
Promotor	205.892	-30,4	28,9
Servicios	341.580	-10,6	9,0
Industria	127.127	-9,1	9,8
Agricultura	19.831	-7,4	10,8
Total	1.558.660	-11,9	10,5

Fuente: Banco de España.

tria. Los hogares, por su parte, también siguen desendeudándose, pero a un menor ritmo, dadas las dificultades de amortizar deuda en un contexto de reducción de la renta bruta disponible. La morosidad no presenta una mejor evolución, incrementándose en todos los segmentos en 1T 2013. Esperamos, sin embargo, que esta tendencia se revierta a medida que se confirmen los signos de recuperación de la actividad económica antes mencionados.

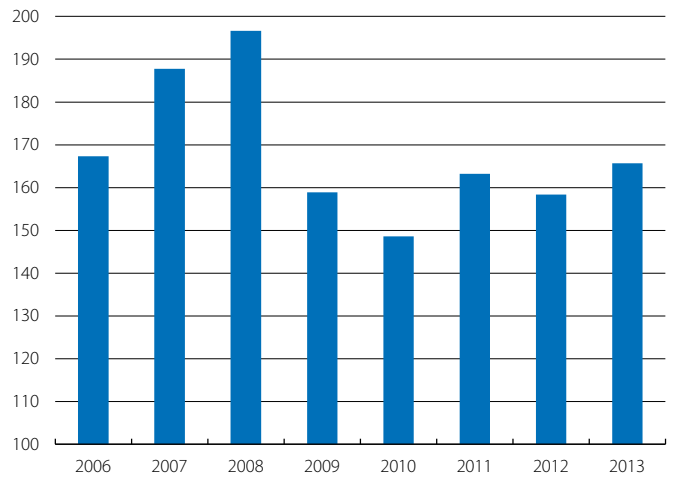
La consolidación fiscal va por buen camino. El cumplimiento de los límites de déficit fijados por la Comisión Europea es indispensable para restablecer la confianza de los inversores internacionales. Hasta el momento, el ajuste de las cuentas públicas no pone en duda la consecución de los objetivos para este año, del 6,5% del PIB (frente al 7,0% en 2012). El Estado, con una corrección de su déficit de dos décimas en mayo respecto al déficit que presentaba a estas alturas el pasado año, y las corporaciones locales, con una mejora de una décima, son las administraciones con una mayor contribución al ajuste del déficit público hasta el momento. De todas formas, esta comparación puede ser un poco engañosa. El pasado año la mayoría de medidas se tomaron durante el segundo semestre y, por lo tanto, durante este periodo la evolución del déficit mejoró notablemente. Si las distintas AA. PP. quieren mantener o aumentar el ajuste del déficit respecto al año pasado durante los próximos meses, deberán hacer un excelente segundo semestre. En este sentido, el Gobierno ha anunciado la eliminación de deducciones a grandes empresas y nuevos impuestos medioambientales y sobre el consumo de tabaco y de alcohol. Estas medidas deberían permitir que la recaudación tributaria mantenga la tendencia creciente que ha presentado durante los últimos meses.

El Gobierno avanza en la ambiciosa agenda de reformas establecida por la Comisión Europea. A lo largo del mes de junio el Gobierno ha presentado el anteproyecto de ley de apoyo al emprendedor así como los informes de los expertos sobre el factor de sostenibilidad de las pensiones y la Reforma de las Administraciones Públicas. Esta última consta de 217 propuestas para mejorar la eficiencia y gestión de las mismas a través de la simplificación de trámites, la gestión de servicios comunes y, sobre todo, la eliminación de duplicidades. Según las estimaciones del Gobierno, el impacto de esta reforma no es nada despreciable: el ahorro acumulado de aplicar estas medidas podría alcanzar los 37.620 millones de euros en 4 años (2012-2015).

El FMI advierte que seguir avanzando en las reformas es crucial para consolidar la recuperación y generar empleo. Es por ello que propone ahondar en la reforma laboral aprobada el año pasado. Según la organización, una mayor flexibilidad laboral, menores costes de despido y la reducción del tipo de contratos ayudarían a combatir el desempleo y la elevada dualidad del mercado laboral español. Esta última se refleja en el elevado porcentaje de trabajadores temporales en España, muy superior a la media de la zona del euro (23,0% frente al 15,1%, respectivamente).

Ingresos tributarios

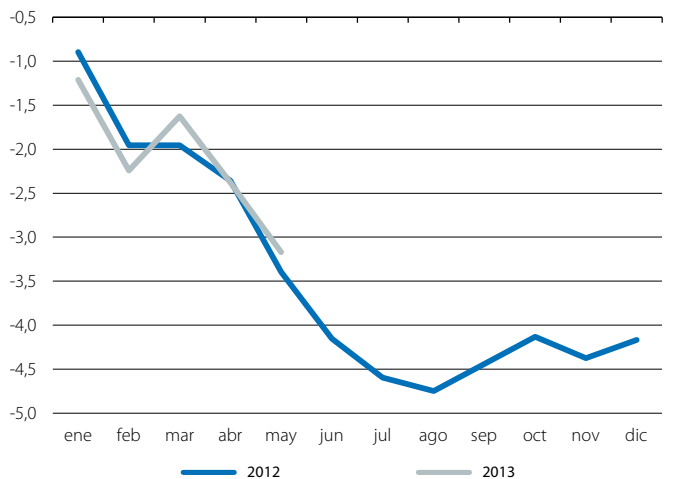
Acumulado 12 meses en mayo (miles de millones de euros)



Fuentes: Agencia Tributaria y "la Caixa" Research.

Ejecución presupuestaria del Estado

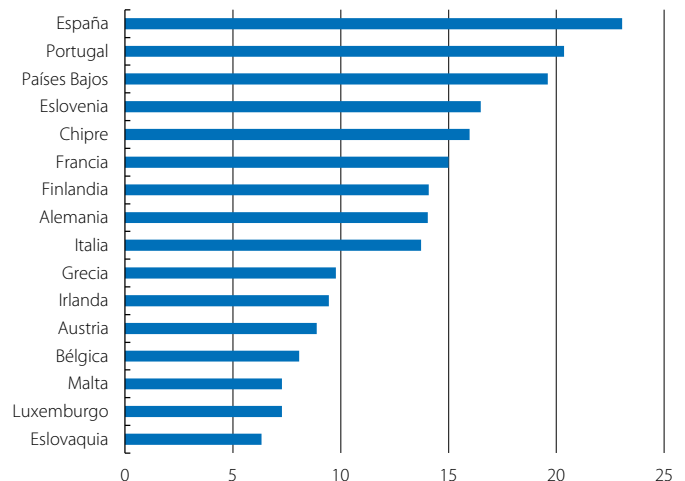
Acumulado en lo que va de año (% PIB)



Fuente: IGAE.

Tasa de temporalidad de los asalariados en 2012

Asalariados temporales / asalariados totales (%)



Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

FOCUS · Un calendario de reformas para dinamizar la economía

La economía española debe profundizar más en las reformas estructurales y se deben implementar sin dilación. Este es el mensaje principal que se desprende del informe emitido por la CE el pasado 29 de mayo en relación con el Programa Nacional de Reformas y el Programa de Estabilidad presentados por el Gobierno.

Las recomendaciones de la CE no son nuevas, en el sentido de que tratan de solventar deficiencias estructurales de la economía que han sido señaladas en múltiples ocasiones previamente. La novedad recae en la presión de implementarlas rápidamente: se establece un calendario estricto y se vigilará de cerca su cumplimiento. Cabe recordar que, bajo el protocolo del Semestre Europeo, la CE ha visto reforzada su capacidad de control sobre las políticas económicas nacionales, llegando incluso a poder imponer sanciones de hasta el 0,1% del PIB en caso de que sus recomendaciones no se tomen en cuenta.

Con una tasa de paro del 27%, que se eleva hasta el 57% para los jóvenes, no es de extrañar que se exija revisar de manera prioritaria la reforma del mercado laboral. Si bien la reforma de 2012 ha empezado a traducirse en una mayor flexibilidad interna de las empresas, una reducción de los costes de despido y una moderación salarial, Bruselas advierte que el mercado laboral sigue estando muy fragmentado y cuestiona los avances en otros ámbitos primordiales como son las políticas activas de empleo y las políticas de educación y formación. Las primeras están encaminadas a incentivar la reinserción laboral de los desempleados, por ejemplo promoviendo la colaboración público-privada en los servicios de colocación u ofreciendo un asesoramiento individualizado a los colectivos más afectados por el desempleo. Este es un ámbito en el que España, por el momento, muestra bastantes deficiencias. En materia de educación y formación, se deben tomar medidas para reducir el abandono escolar prematuro, fomentar la formación profesional y potenciar la formación permanente a lo largo de la vida laboral de los empleados.

Ante el retraso en la aplicación de medidas en estos ámbitos, la CE ha pedido al Gobierno español que realice una evaluación en profundidad de los efectos de la reforma de 2012 para el mes de julio a más tardar. Las deficiencias detectadas deberán abordarse introduciendo las modificaciones necesarias en septiembre. También el FMI, en su informe anual sobre la economía española, insta a ir más allá en la reforma laboral para generar empleo. Entre sus propuestas, destacan las medidas encaminadas a reducir la dualidad, esto es, las enormes diferencias entre los contratos permanentes y los temporales. Por ello, recomienda alinear los costes de despido de los contratos permanentes a la media de la UE y que se incrementen de

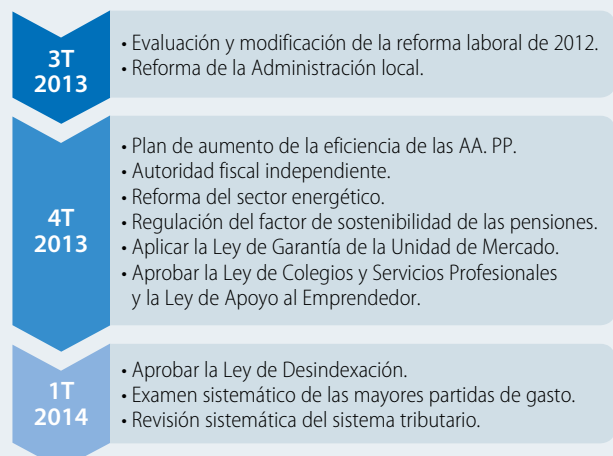
forma más gradual con la antigüedad, reducir el número de contratos y ampliar el uso del contrato permanente, y reducir el margen de interpretación judicial de los despidos procedentes.

Un segundo bloque de recomendaciones hechas por la CE hace referencia a la aplicación de las reformas fiscales estructurales que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo. En este sentido, el Gobierno ha avanzado en varias iniciativas, como la reforma de la Administración local y en la detección de duplicidades entre las distintas administraciones, pero queda pendiente la creación de un consejo fiscal independiente, aplicar un factor de sostenibilidad del sistema de pensiones (ambos en diciembre) y hacer una revisión sistemática de las principales partidas de gastos (en marzo del 2014) con el fin de mejorar la eficiencia del gasto público.

Entre las recomendaciones para incrementar la competitividad y fomentar el crecimiento, destaca la urgencia de abordar el déficit de tarifa eléctrica con una solución global antes de diciembre. Hasta la fecha, el Gobierno ha aprobado distintas medidas que han resultado insuficientes para equiparar la tarifa pagada al coste de generación y distribución: en 2012, el déficit fue de 5.000 millones de euros, lo que supera ampliamente el objetivo fijado de 1.500 millones. Concretamente, la CE recomienda un ajuste gradual de las tarifas eléctricas, una reevaluación de las subvenciones que desincentivan la eficiencia energética e intensificar los esfuerzos para completar la conexión de gas y electricidad con Francia.

En definitiva, una larga lista de recomendaciones imprescindibles para volver a una senda de crecimiento sostenible y equilibrado. Tal y como propugna la CE, la prórroga para corregir el déficit excesivo debería utilizarse para acelerar su ritmo de implementación.

Calendario de reformas propuesto por la CE



Fuentes: Comisión Europea y "la Caixa" Research.

FOCUS · La moderación salarial apoya la mejora de la competitividad

El ajuste salarial en España está ganando protagonismo. En el primer trimestre de 2013 los costes laborales por hora presentaban un retroceso del 0,7% interanual, mientras que en el conjunto de la eurozona el avance se situaba en el 1,6% y en Alemania, en el 3,9%. Estas cifras contrastan con lo que ocurrió en 2009 cuando, en plena recesión, los costes laborales seguían creciendo con fuerza en España y, en menor medida, en la eurozona y Alemania.

La senda de ajuste salarial en España empezó a principios del pasado año. La caída acumulada de los costes laborales por trabajador desde entonces es del 1,3%, una cifra que parece relativamente menor. De todas formas, si comparamos la evolución de los costes laborales con la de la inflación, la fotografía cambia. En términos reales, el ajuste empezó en 2010 y ya alcanza el 7,1%.

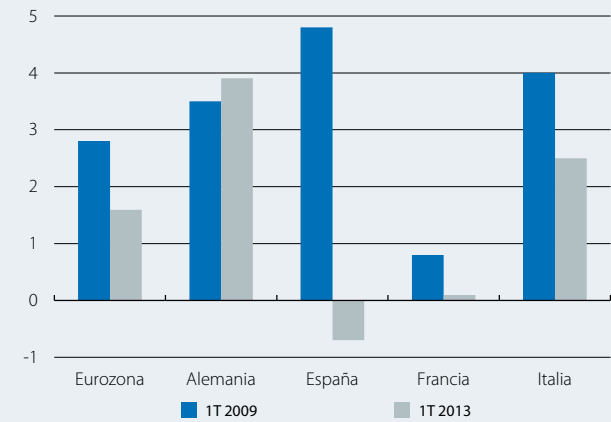
El punto de inflexión ha sido distinto en cada sector. Este proceso empezó en los sectores de no mercado que, además de la administración pública, incluyen actividades relacionadas con la educación, la sanidad y los servicios sociales. En estos sectores la reducción fue especialmente importante el pasado año debido a la supresión de la paga extra de navidad. Los otros sectores que están sufriendo una profunda transformación como resultado de la crisis, el inmobiliario y el financiero, también han empezado a ajustar los costes laborales. Concretamente, el sector inmobiliario ya lleva cinco trimestres de retrocesos en los costes salariales por trabajador y, en el primer trimestre de 2013, estos presentaban una caída del 2,4% interanual.

Otra muestra de la moderación salarial la encontramos en la evolución de los incrementos salariales pactados. En 2008 estos se situaban en el 3,6%, mientras que en 2012 habían bajado hasta el 1,2%. En 2013 el número de convenios colectivos pactados registrados se ha reducido drásticamente, ha pasado de 5.987 en 2008 a 547 este año, y por ello la variación salarial pactada observada puede ser menos representativa. De todas formas, esta parece que sigue mostrando una tendencia claramente bajista, con una variación salarial media pactada del 0,6%. También el porcentaje de convenios de nueva firma con congelación o reducción salarial ha aumentado significativamente. Si en 2008 estos eran prácticamente inexistentes, en 2012 representaban cerca del 20%.

En definitiva, la moderación salarial, uno de los ingredientes para que la economía recupere la competitividad perdida, ya está en marcha. Ahora, esto debe complementarse con avances de la competitividad que no dependen del precio: mejoras en la calidad de los productos y en la eficiencia de los procesos productivos. La combinación de ambos ingredientes es imprescindible para que el sector exterior siga ganando tracción.

Eurozona: coste laboral por hora

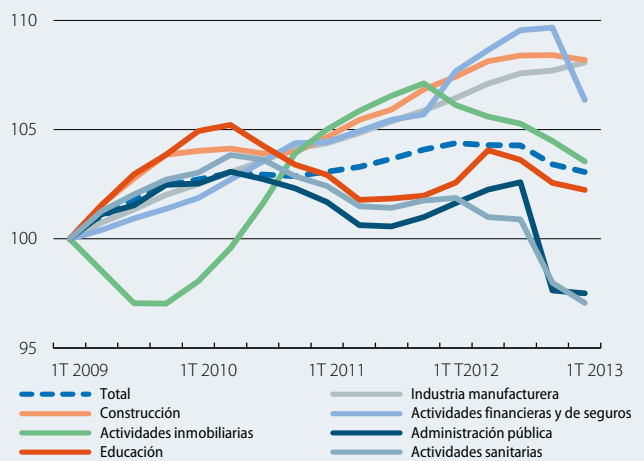
Variación interanual (%)



Fuente: Eurostat.

España: evolución de los costes salariales totales por trabajador (*)

(Índice 2009 I = 100)

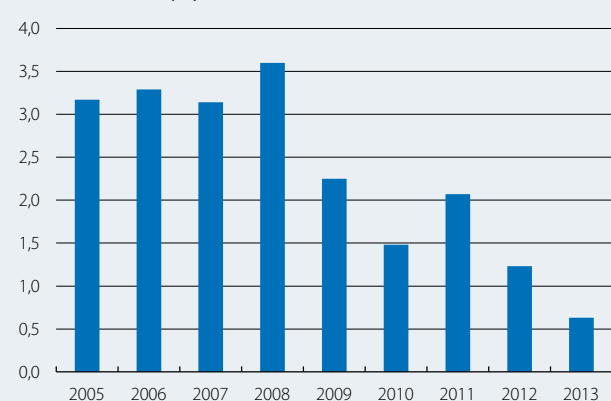


Nota: (*) Media móvil de 4 trimestres.

Fuentes: Encuesta trimestral de coste laboral (INE) y "la Caixa" Research.

Variación salarial media pactada en los convenios colectivos

Variación anual (%)



Fuentes: Ministerio de Empleo y Seguridad Social y "la Caixa" Research.

FOCUS · Turismo: viento en popa a toda vela

El sector turístico español ha salido relativamente fortalecido de la recesión. Los datos macroeconómicos así lo reflejan. Desde 2008, el peso relativo de la actividad turística ha aumentado notablemente y, en 2011, ya representaba el 10,8% del PIB. La proporción de trabajadores que emplea el sector es también cada vez mayor (el 11,6% en 2012). Se trata, pues, de un sector consolidado que, a juzgar por los factores de fondo, contribuye y seguirá contribuyendo a la recuperación de la economía.

El buen comportamiento del sector durante los últimos años responde, en gran medida, al dinamismo del turismo global. Después de tres años de crecimiento ininterrumpido, el número de viajes internacionales superó, por primera vez, la barrera de los 1.000 millones en 2012. De estos, 57,6 millones visitaron España, que se mantuvo como el cuarto destino turístico a nivel mundial, prácticamente a la par con el tercero, China. En este contexto no extraña que los ingresos derivados del turismo alcanzasen un nuevo máximo, de 43.521 millones de euros, el año pasado.

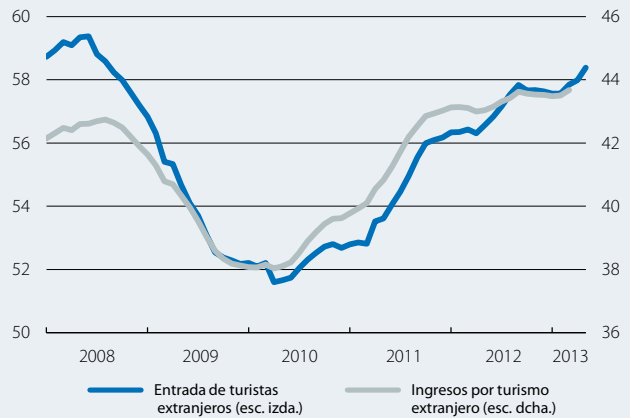
La llegada de turistas procedentes de fuera de Europa ha sido clave en el impulso del sector. Entre enero de 2008 y diciembre de 2012 el número de visitantes no europeos aumentó en 1,5 millones, lo que supone un aumento del 39,3%. Ello contrasta con la lenta recuperación de los turistas procedentes del viejo continente que, en diciembre pasado, aún se situaban por debajo de los niveles pre-crisis. Sin embargo, los últimos datos disponibles muestran cierta reactivación del turismo procedente de Europa, con un aumento del 5,1% interanual entre marzo y mayo de 2013. Además, es probable que la recuperación de la eurozona prevista para la segunda mitad de 2013 siga dinamizando las visitas del resto de miembros de la Unión. Así, la entrada de turistas extranjeros podría situarse este año cerca del máximo de junio de 2008, de 59,4 millones de visitantes, o incluso llegar a rebasarlo.

Pero las buenas noticias no solo llegan de más allá de nuestras fronteras: la caída del turismo interno empieza a dar muestras de estar tocando fondo. El crecimiento de las pernoctaciones hoteleras en mayo respaldaría este escenario. En efecto, en términos acumulados de doce meses, las pernoctaciones de mayo aumentaron en 338.216 respecto a abril. Un buen dato si tenemos en cuenta la importante caída que se ha producido desde el máximo alcanzado en 2007, del 14,7%. De hecho, esta reducción podría haber sido aún mayor si no hubiera existido cierta sustitución de viajes al extranjero por destinos nacionales, más cercanos. El margen de mejora es, por tanto, amplio una vez la demanda interna empieza a repuntar.

En definitiva, tras capear la crisis con buena nota, las perspectivas del sector turístico son positivas. Tanto en lo que concierne al turismo interno como exterior.

Ingresos y entradas de turistas extranjeros

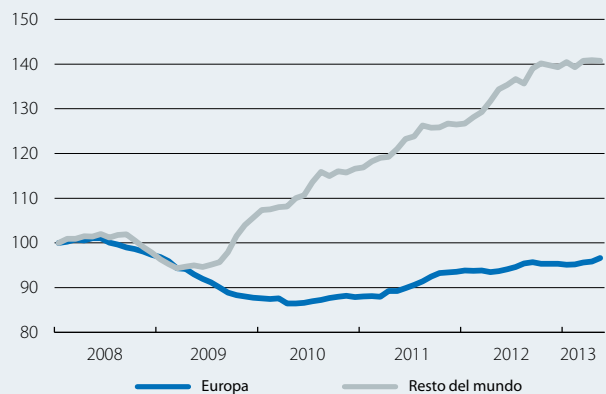
(Millones de turistas) (Miles de millones de euros)



Fuentes: Frontur, Banco de España y "la Caixa" Research.

Evolución de la entrada de turistas por zona de procedencia

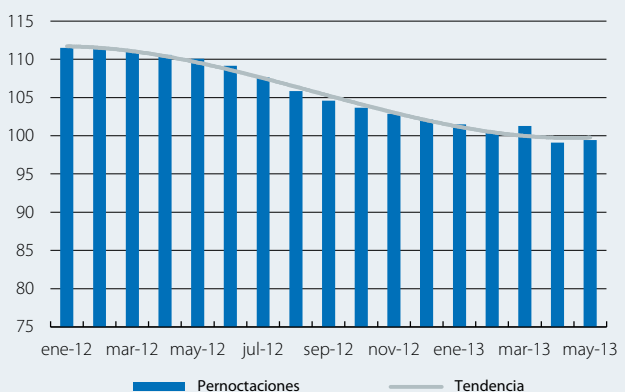
Datos acumulados 12 meses (índice enero 2008 = 100)



Fuentes: Frontur y "la Caixa" Research.

Pernoctaciones hoteleras de los residentes españoles

Datos acumulados 12 meses (millones)



Fuentes: INE y "la Caixa" Research.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE ESPAÑA

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

Indicadores de actividad

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13	06/13
Industria								
Consumo de electricidad	-1,3	-2,2	-2,8	-2,6	-3,5	-2,1	-1,9	...
Índice de producción industrial	-1,3	-6,0	-5,2	-5,7	-4,2	-1,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-12,5	-17,5	-20,0	-17,9	-15,9	-17,4	-14,7	-14,2
PMI de manufacturas (valor)	47,3	43,8	43,6	44,5	45,7	44,7	48,1	...
Construcción								
Viviendas (visados obra nueva)	-13,5	-42,7	-47,8	-43,5	-28,0	-31,1	...	...
Compraventa de viviendas (INE)	-18,1	-8,8	0,5	3,0	7,9	10,8	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	6,1	2,2	4,9	-1,5	1,8	3,1	7,4	...
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	42,6	42,6	45,7	44,4	47,3	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,1	-7,2	-10,2	-8,4	-5,5	-4,6	...
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-16,9	-21,6	-11,1	10,8	-2,6	...
Indicador de confianza de los consumidores	-17,1	-31,7	-35,2	-37,8	-32,6	-28,8	-31,6	-25,6

Fuentes: Ministerio de Economía y Competitividad, Ministerio de Fomento, Instituto Nacional de Estadística, Markit, Comisión Europea y "la Caixa" Research.

Indicadores de empleo

	2011	2012	2T 2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13
Afiliados a la Seguridad Social ⁽¹⁾								
Sectores de actividad								
Industria	-2,7	-5,3	-5,2	-5,9	-5,9	-5,8	-5,4	-5,2
Construcción	-12,2	-17,0	-17,3	-17,7	-16,8	-15,8	-14,7	-13,8
Servicios	0,2	-1,7	-1,6	-1,8	-2,6	-3,0	-2,8	-2,4
Situación profesional								
Asalariados	-1,4	-3,8	-3,7	-3,9	-4,7	-5,1	-4,7	-4,3
No asalariados	-1,2	-1,4	-1,3	-1,4	-1,6	-1,4	-1,3	-1,1
TOTAL	-1,3	-3,4	-3,2	-3,5	-4,1	-4,4	-4,1	-3,7
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	-0,1
Temporales	1,2	-4,0	-3,4	-3,3	-3,3	-2,4	14,2	6,0
TOTAL	0,3	-3,9	-3,6	-3,3	-1,5	-0,8	13,8	5,5
Paro registrado ⁽³⁾								
Menores de 25 años	0,6	4,5	7,3	4,0	0,5	-4,3	-5,2	-6,6
Resto de edades	5,4	11,7	12,4	12,8	11,7	8,4	6,4	5,0
TOTAL	4,8	10,9	11,9	11,9	10,5	7,1	5,2	3,8

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 "la Caixa" Research.

Precios

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13	06/13
General	3,2	2,4	2,8	3,1	2,6	1,4	1,7	2,1
Subyacente	1,7	1,6	1,6	2,3	2,2	1,9	2,0	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	2,5	3,3	3,3	2,7	4,9	...
Productos energéticos	15,8	8,8	11,0	8,8	4,8	-2,5	-1,8	...

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	1T 2013	04/13
Comercio de bienes							
Exportaciones (variación interanual)	15,4	3,8	3,5	4,2	4,2	3,9	18,6
Importaciones (variación interanual)	9,6	-2,8	-2,2	-2,1	-6,4	-6,9	7,2
Saldo corriente	-39,8	-11,5	-32,4	-24,3	-11,5	-1,0	0,2
Bienes	-42,3	-25,7	-37,1	-32,7	-25,7	-19,2	-17,1
Servicios	34,6	37,0	35,7	37,1	37,0	38,0	37,8
Rentas	-25,7	-18,7	-24,7	-21,4	-18,7	-16,3	-16,3
Transferencias	-6,4	-4,1	-6,3	-7,3	-4,1	-3,5	-4,1
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-34,3	-4,9	-27,4	-19,1	-4,9	6,3	8,2

Fuentes: Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales, Banco de España y "la Caixa" Research.

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	-1,2	-
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-7,8	-4,6	-5,3	-7,8	-1,5	-2,3
Comunidades autónomas	-3,3	-1,8	-0,7	-0,9	-1,8	-0,1	-0,3
Corporaciones locales	-0,4	-0,2	0,0	0,1	-0,2	0,2	-
Seguridad Social	-0,1	-1,0	0,9	-0,1	-1,0	0,2	0,4
Deuda pública (% PIB)	69,3	84,2	76,0	77,4	84,2	88,2	-

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

Fuentes: IGAE, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas, Banco de España y "la Caixa" Research.

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	Saldo 04/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros ⁽²⁾								
Sector privado	-2,0	-4,0	-3,2	-4,2	-5,4	-7,7	-8,5	1.926,0
Empresas no financieras	-2,0	-4,1	-2,9	-4,3	-6,4	-10,0	-11,0	1.111,7
Hogares ⁽³⁾	-2,0	-3,8	-3,6	-4,1	-4,1	-4,4	-4,8	814,3
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	15,9	14,9	13,8	15,0	17,2	18,7	18,9	914,0
TOTAL	1,8	0,6	0,9	0,5	0,3	-0,7	-1,1	2.840,0
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	0,9	1.173,7
A la vista	1,9	0,2	1,8	-0,9	-1,9	0,9	4,1	273,4
De ahorro	-1,4	-2,8	-5,0	-0,8	0,2	-0,6	-0,5	194,4
A plazo	0,6	-6,7	-7,3	-9,6	-4,4	-0,9	-0,4	686,1
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	-17,8	-7,1	20,1	20,5	22,5	19,8
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-4,4	-13,2	-11,0	-19,2	-18,3	-20,2	-17,7	140,9
TOTAL	-0,4	-5,7	-5,9	-8,0	-4,8	-2,8	-1,5	1.314,6
Tasa de morosidad (%)	6,8	9,7	9,1	10,4	11,0	10,6	10,9	-
Tasa de cobertura (%)	59,5	60,7	57,1	60,4	67,8	71,3	68,9	-

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 "la Caixa" Research.

EL MODELO ALEMÁN

Cultura, instituciones y crecimiento económico

Desde el año 1990, se realiza periódicamente una encuesta a nivel mundial sobre valores (la World Values Survey) que permite identificar diferencias importantes entre países e incluso entre regiones. Una de las preguntas indaga sobre las cinco cualidades que los padres desean inculcar a sus hijos. Las respuestas en España y en Alemania son muy distintas: en uno de los dos países, los padres querrían que sus hijos fueran más bien independientes e imaginativos, mientras que, en el otro, preferirían que fueran obedientes y altruistas. ¿Se atreve el lector a adivinar cuál es cuál? ¿Y a pronosticar qué caracteres son más favorables para el crecimiento económico de un país?

Una importante corriente de investigación económica ha revelado una estrecha relación entre cultura y desempeño económico. A nivel microeconómico, por ejemplo, se ha observado una correspondencia entre diferencias culturales y participación laboral femenina o inversión en educación. A nivel macroeconómico, se ha comprobado que determinados rasgos culturales ayudan a explicar las diferencias en los niveles de renta entre distintos países o regiones. Guido Tabellini, por ejemplo, estima que las diferencias culturales entre Lombardía y el sur de Italia explican la mitad de la diferencia en sus niveles de vida⁽¹⁾.

Economistas, sociólogos y psicólogos han puesto el foco en cuatro grandes rasgos culturales que son relevantes para la economía: confianza mutua, respeto por el otro, individualismo y la convicción de que merece la pena esforzarse (lo que a menudo llamamos cultura del esfuerzo).

La confianza facilita el intercambio o el comercio entre desconocidos así como la elaboración de contratos en un contexto de información incompleta. Alguien de naturaleza desconfiada será más reticente a firmar un contrato si no puede prever todas las posibles contingencias que puedan presentarse a futuro. De la misma forma, alguien que tiende a desconfiar será más cauto a la hora de realizar compras por Internet. Las relaciones económicas fluidas requieren de una cierta dosis de confianza. En jerga económica, la falta de confianza y el miedo a verse engañado aumenta los costes de transacción fuera del ámbito más próximo y familiar, reduciendo las ganancias potenciales de la división del trabajo y del comercio.

El respeto hacia otros miembros de una comunidad, ligado a la tolerancia, también facilita el intercambio con desconocidos y tiende a disminuir la incidencia de comportamientos oportunistas. En este sentido, respeto y confianza son dos valores que se retroalimentan. Además, el respeto se asocia a la apreciación por lo que es público y compartido, lo que facilita la provisión de bienes públicos y tiende a disminuir la incidencia del nepotismo y la corrupción entre los administradores públicos.

El individualismo, entendido como el atrevimiento a tomar decisiones por uno mismo, se asocia al emprendimiento y la innovación. Las culturas que, por el contrario, enfatizan la obediencia y desconfían de la capacidad del individuo para tomar decisiones tienden a reprimir la iniciativa individual. Una empresa y, por extensión, un país exitoso fomenta la creatividad del individuo, mejora su capacidad para tomar decisiones autónomamente y entiende, como dijo Thomas J. Watson, presidente de IBM durante más de 40 años, que «el camino hacia el éxito consiste en duplicar tu tasa de error».

Por último, la cultura del esfuerzo está relacionada con la convicción personal de que uno es dueño de su futuro, de que el esfuerzo personal es la clave para conseguir objetivos. En una cultura en la que se valore el esfuerzo, las personas tenderán a invertir más, trabajar más y mejor, innovar y emprender. Si una persona cree, por el contrario, que lo que consiga será más bien el fruto de la suerte o de la arbitrariedad, caerá en la pasividad.

Una corriente de investigación, complementaria más que alternativa a la anterior, enfatiza la importancia de las instituciones, más que de la cultura, como determinantes del éxito o el fracaso económico. Numerosos estudios han confirmado que aquellas instituciones que protegen la propiedad privada, ofrecen seguridad jurídica, garantizan la estabilidad macroeconómica, fomentan la competencia y el comercio exterior, y facilitan la flexibilidad en la asignación de recursos son buenas para el crecimiento económico. ¿Cuáles son estas instituciones? Destacan un entorno regulatorio estable y favorable a la competencia, un buen sistema judicial, un banco central independiente, unas administraciones públicas que mantienen el déficit bajo control y un mercado laboral flexible.

(1) Guido Tabellini, 2010. «Culture and Institutions: Economic Development in the Regions of Europe», Journal of the European Economic Association, MIT Press. Vol. 8 (4), pp. 677-71.

Encuesta mundial de valores: ¿qué valores consideran importantes los padres para sus hijos?

Porcentaje de encuestados que seleccionan el valor (cada encuestado elige 5 valores)

	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido
Responsabilidad	86	70	79	88	61
Independencia	78	32	37	59	59
Tolerancia y respeto	75	72	87	74	85
Determinación	65	30	55	45	40
Ahorro	49	19	43	40	25
Imaginación	40	21	25	15	38
Trabajar duramente	26	63	62	40	44
Obediencia	16	37	41	26	46
Fe religiosa	9	11	9	35	19
Altruismo	7	34	55	44	55

Fuente: World Values Survey (www.wvsevsdb.com).

Rankings de calidad institucional: Alemania y Reino Unido por delante de Francia, España e Italia

	Alemania	España	Francia	Italia	Reino Unido
Posición en el ranking de calidad del entorno regulatorio para hacer negocios, <i>Doing Business Indicators</i> (de 185 países)	20	44	34	73	7
Posición en el ranking de percepción de corrupción, <i>Transparency International</i> (de 176 países; de menos a más)	13	30	22	72	17
Posición en el ranking de calidad institucional, <i>Global Competitiveness Index</i> (de 144 países)	16	48	32	97	13

Fuentes: Banco Mundial, Transparency International y World Economic Forum.

¿Es entonces una cuestión de cultura o de instituciones? La evidencia no es concluyente aunque apunta hacia una mayor importancia de las instituciones. Es probable que, en ausencia de unas instituciones sólidas, la cultura tenga una influencia más relevante sobre el crecimiento económico, funcionando como un entramado de instituciones informales, pero que a medida que las instituciones formales se van desarrollando, estas suplan parte del rol que cumplía la cultura. En la práctica, los países con trazos culturales que favorecen el crecimiento también acostumbran a contar con buenas instituciones formales (véanse tablas anteriores), lo que dificulta la identificación de los efectos independientes de estas dos variables sobre el crecimiento.

En cualquier caso, cultura e instituciones interactúan a varios niveles. La cultura influye en el diseño y en el modo de funcionamiento de las instituciones (el sistema judicial italiano es el mismo en todo el país, pero un proceso judicial se demora mucho más en el sur que en el norte). De igual modo, las instituciones influyen sobre la cultura o los valores de la sociedad. Por ejemplo, un banco central preocupado en mantener una tasa de inflación baja y estable facilita la formación de una cultura del ahorro. Dicha cultura difícilmente puede arraigar en un entorno con una tasa de inflación alta y volátil.

Instituciones y cultura tienen ambas mucha inercia. No cabe duda, sin embargo, que la cultura, mucha más. Implantar un cambio cultural a corto plazo es seguramente imposible (o claramente indeseable si pensamos en intentos como el de la Revolución Cultural en China). Por el contrario, importar instituciones que sabemos que funcionan razonablemente bien en muchos otros países es plausible, quizás adaptando su diseño a nuestra cultura. Aunque sería iluso esperar que funcionaran exactamente igual de bien que en otros lugares, una mejora de las instituciones favorecería sin duda el potencial de crecimiento. Finalmente, volviendo a la pregunta del inicio: ¿intuye el lector ahora quién es quién?

Enric Fernández

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

Reformas Hartz: logros y efectos menos deseados

Hace 3 años que la actividad económica se encuentra prácticamente estancada. El paro ha ido creciendo y ya roza el 10%. Los jóvenes son los más afectados, con una tasa que sobrepasa el 12%, y el paro de larga duración se va enquistando. Solamente las ayudas sociales están paliando los estragos de un mercado laboral que cada día va a peor. Aunque podría parecerlo, esta no es la radiografía de un país europeo periférico en la actualidad, sino la de Alemania en 2003.

Estas cifras contrastan con el dinamismo que presenta el mercado laboral alemán hoy en día. Con una tasa de paro del 5,1%, y decreciendo, es el país europeo cuyo mercado de trabajo ha mostrado una mayor resistencia a la crisis. Mientras que el resto de países han experimentado una destrucción de puestos de trabajo, un fuerte aumento del paro y una reducción de la participación laboral, en Alemania el panorama es totalmente distinto: incluso ha tenido que recurrir a trabajadores extranjeros para cubrir la creciente demanda de empleo.

¿Cómo lo han conseguido? La explicación hay que buscarla en la ambiciosa agenda de reformas, conocida como Agenda 2010, que el canciller alemán Gerhard Schröder implementó entre los años 2002 y 2005 con el fin de promover el crecimiento económico y reducir el elevado paro. El grueso de las reformas se centró en el mercado laboral y el sistema de seguridad social, pero el alcance reformista fue más amplio, incluyendo: una reforma fiscal, con reducciones sustanciales del impuesto sobre la renta y del de sociedades; la reforma de la sanidad pública, con la introducción del copago y limitaciones en la cobertura pública, y la reforma del sistema de pensiones, con el objetivo de incrementar la edad efectiva de jubilación. Además, Alemania ya llevaba unos años impulsando reformas estructurales, como por ejemplo la ley de insolvencia, aprobada en 1999, que introdujo, por primera vez, la declaración de insolvencia de personas físicas.

Las sucesivas reformas laborales, denominadas Hartz I-IV en referencia a Peter Hartz, director ejecutivo de recursos humanos de Volkswagen y jefe de la comisión que asesoró al Gobierno alemán, tenían como principal objetivo incrementar la eficiencia de las políticas activas de empleo. Es decir, mejorar la asistencia a los desempleados para que encontraran un trabajo rápidamente. Con tal fin, se transformó de forma integral la gestión del servicio público de empleo, incluyendo la creación de agencias públicas de trabajo temporal, la provisión de atención individualizada a los desempleados⁽¹⁾ y la introducción de un sistema de cupones para formación, de tal forma que los desempleados podían adecuar sus habilidades a las demandas del mercado. En contrapartida, se introdujeron normas más estrictas para recibir el subsidio por desempleo que, hasta la fecha, era ciertamente generoso (hasta el 57% del último ingreso neto regular por un periodo indefinido) y se consideraba la causa principal del desempleo de larga duración. Así, por ejemplo, tras la reforma, rechazar ofertas de empleo «razonables» podía conllevar una reducción de hasta el 30% de la prestación. No obstante, el cambio más radical fue la limitación del periodo de recepción de la prestación contributiva (18 o 12 meses en función de si se superan o no los 55 años). Para los parados de larga duración, se creó un nuevo subsidio de suma fija (no ligada a los últimos ingresos) que se combina con las ayudas de asistencia social. Se establecieron unos criterios tan estrictos para acceder a este subsidio que, en la práctica, se trata de una renta básica para aquellos hogares sin otros ingresos ni patrimonio.

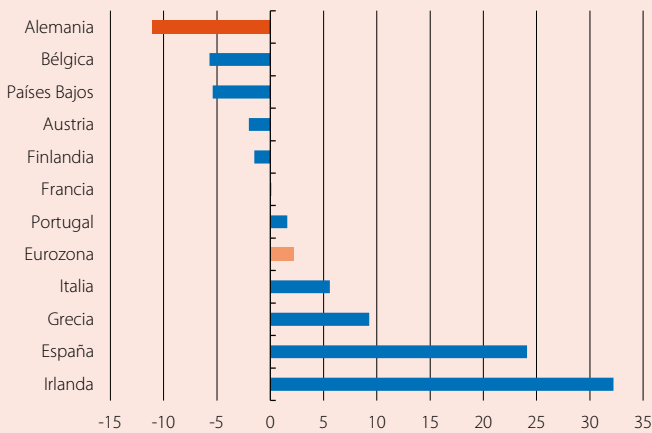
La reforma laboral también abordó la empleabilidad del segmento de trabajadores de menor cualificación, que constituía el grueso de los parados de larga duración. Entre las distintas medidas de flexibilización de las formas de empleo destaca la eliminación de las cotizaciones sociales a cargo del empleado para aquellos salarios inferiores a los 400 euros (actualmente 450 euros). Para salarios entre 400 y 800 euros se establecía una escala creciente de contribuciones. Esta medida propició la generación de «mini-jobs»: empleos a tiempo parcial, poco cualificados, normalmente ligados a trabajos domésticos, restauración o comercio minorista.

Estas reformas no tardaron en flexibilizar el mercado laboral, con efectos beneficiosos para la actividad económica: la tasa de actividad pasó del 73,8% en 2005 al 77,1% en 2012, mientras que la tasa de paro se redujo del 11,3% en 2005 al 5,5% en 2012. Dado que muchas de las medidas estaban destinadas a reducir el paro de larga duración, no es de extrañar que el mayor logro haya sido en este ámbito, con un descenso de 11,1 puntos porcentuales durante la doble crisis (véase gráfico siguiente). Estas mejoras no habrían sido posibles sin un mercado laboral más flexible y sin las medidas de activación de los desempleados. Pero, además, este buen desempeño también es atribuible a otros factores que han caracterizado la economía alemana desde la Segunda Guerra Mundial, como son el sistema de codeterminación en la gestión empresarial o el sistema de educación dual. Por un lado, la participación de los trabajadores, a través de los sindicatos, en la gestión de las empresas ha jugado un papel fundamental en la contención salarial

(1) Incluso la ratio de empleados en el servicio público de empleo sobre el total de beneficiarios del subsidio por desempleo se fijó en 1:75 para los desempleados menores de 25 años y de 1:150 para el resto.

La fortaleza del mercado laboral alemán frente a la doble recesión

Variación en la ratio de desempleados de larga duración sobre el total de parados, 2007-2012 (puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

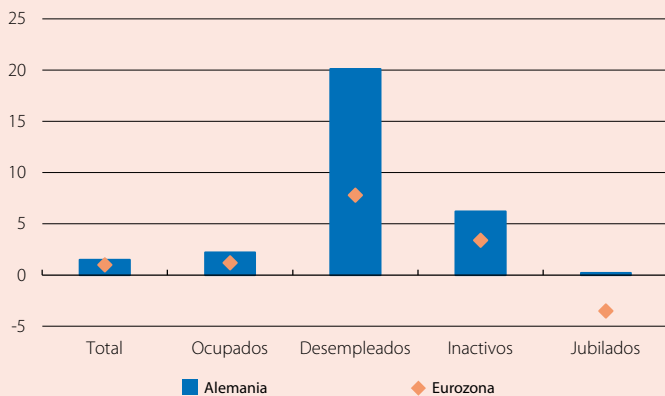
y la adopción de medidas de flexibilidad interna en las empresas. Por ejemplo, muchas empresas alemanas han aprovechado la menor demanda durante la crisis para formar a sus trabajadores, en lugar de despedirlos, ganando así una ventaja competitiva para cuando la actividad vuelva a repuntar. Por otro lado, el sistema de educación dual, que fomenta la educación profesional, ha tenido efectos claramente beneficiosos para la incorporación de los jóvenes en el mercado laboral: mientras que la periferia europea lidia con el elevado paro juvenil, Alemania goza de la menor tasa de los últimos 20 años (8,1%).

A pesar de los logros de las reformas Hartz, no hay que olvidar que estas también han tenido una serie de consecuencias menos deseadas. Por un lado, los desempleados han visto menguar sus ingresos de forma sustancial, lo que se ha traducido en un mayor incremento del riesgo de pobreza de este colectivo (véase gráfico siguiente). Por otro lado, aquellos ocupados con contratos temporales o a tiempo parcial también

han experimentado un incremento de su riesgo de pobreza superior a la media de la eurozona. Incluso el mismo Schröder, en un discurso en el que hacía balance de los 10 años desde que impulsó la reforma, reconoció que todavía hoy no está exenta de controversia. En particular, destaca dos aspectos que él enmendaría si tuviera la oportunidad de hacerlo. En primer lugar, el crecimiento desmesurado del segmento de trabajadores de bajos salarios. La idea de la reforma era utilizar los miniempleos como punto de acceso al mercado de trabajo de los trabajadores poco cualificados. Sin embargo, en la realidad, muchos trabajadores no parecen haberse incorporado al mercado laboral más estable. Un segundo aspecto que mejorar sería el trabajo temporal. Mientras que la reforma quería incrementar la flexibilidad de las empresas para cubrir los picos de demanda, en la práctica, según Schröder, se podría haber usado la legislación para reemplazar parte de la fuerza laboral con trabajadores de menores salarios.

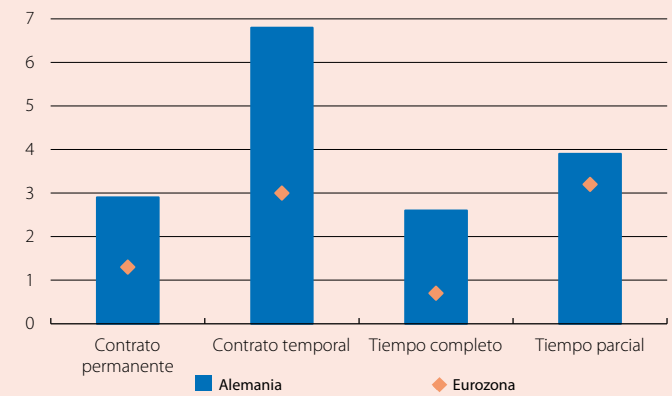
El riesgo de pobreza se incrementa entre los desempleados y las ocupaciones más flexibles

Variación del riesgo de pobreza según ocupación, 2005-2011 (puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Variación del riesgo de pobreza según tipo de contrato, 2005-2011 (puntos porcentuales)



En definitiva, desde un punto de vista de la eficiencia económica, el balance de las reformas es claramente positivo: Alemania ha disfrutado de una década de prosperidad y, además, cuando ha llegado la doble crisis, la global y la europea, su mercado laboral ha sido altamente resistente. Ante esta evidencia, muchos en Europa propugnan que la reforma alemana es un modelo que merece la pena imitar. Ahora que muchos países están diseñando las reformas estructurales que tantas veces se han ido posponiendo, sería conveniente adoptarlas aprovechando la experiencia alemana para hacer las modificaciones necesarias para disfrutar de los logros y minimizar los efectos menos deseados.

Judit Montoriol-Garriga
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

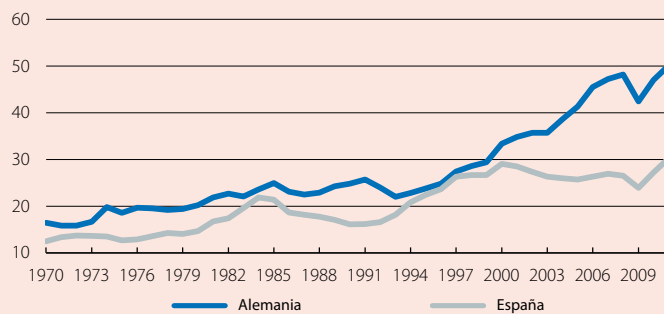
El motor exportador alemán: de escarabajo a Cayenne

En teoría, el peso de la exportación sobre el PIB tiende a ser menor cuanto mayor sea la economía en cuestión. La explicación es simple: el comercio internacional permite expandir mercado para sacar partido a ventajas comparativas, economías de escala o división internacional del trabajo. No obstante, cuanto mayor es el país, menor necesidad tiene de explotar esas ventajas más allá de sus fronteras. Alemania vendría a ser la excepción que confirma la regla: el peso de la exportación es muy superior a la de otras economías de tamaño similar. Lejos de menguar, ese peso excepcional del sector exportador alemán se ha acentuado en la última década hasta superar el 52% del PIB; una cifra muy superior al 14% de EE. UU., el 15% de Japón, el 28% de Francia, el 30% de Italia o el 32% de España. ¿Cómo lo ha logrado?

Los exportadores alemanes han sabido combinar con éxito tres ingredientes clave: (1) diferenciación de producto, (2) presencia en mercados boyantes y (3) competitividad en costes. Sin duda, una de las ventajas competitivas de Alemania radica en la especialización de sus empresas manufactureras en productos de elevado valor añadido, mayoritariamente bienes de capital o duraderos. A diferencia de EE. UU., Francia o Singapur, con un sector exportador más orientado a *high-tech*⁽¹⁾, la exportación alemana se concentra en sectores de tecnología media-alta: vehículos, otro material de transporte, maquinaria y productos químicos representan el 65% de su exportación de bienes⁽²⁾. Sin embargo, las empresas alemanas compiten en el segmento superior de la gama sectorial; ofertando una excelente ingeniería técnica, altamente especializada y con garantía de calidad y duración.

El peso del sector exterior alemán es extraordinario

Exportación (% del PIB)



Fuentes: World Bank WDI, fuentes nacionales y "la Caixa" Research.

mayores márgenes de explotación sino que, además, les ha otorgado una clara ventaja para copar cuota de mercado en las economías emergentes. La mayoría de ellas, y China en particular, han basado su despegue económico en un modelo claramente sesgado hacia la inversión y la exportación de manufacturas de consumo, producidas con maquinaria importada y tecnología ajena —el paradigma sería la empresa china que produce manufacturas con trabajadores chinos, máquinas alemanas y *high-tech* norteamericano—. Gracias a esa complementariedad, las exportaciones germanas son, entre las europeas, las que han logrado una mayor exposición a los BRIC (Brasil, Rusia, India y China): el 35% de las exportaciones de la UE (bienes) hacia dichos mercados provienen de factorías alemanas. Con todo, se trata de una historia de crecimiento más que de importancia de la región como destino exportador. En otras palabras: el peso de las exportaciones a los BRIC sobre el total exportado por Alemania es todavía reducido —en torno a un 12%, *versus* el 58% que se dirige a la UE—. Sin embargo, su dinamismo es una baza a favor de Alemania, en especial cuando su principal mercado atraviesa una doble recesión.

Otra fortaleza de la exportación alemana radica, cómo no, en su competitividad-coste. Una extraordinaria contención de los costes de producción ha permitido a las empresas alemanas ser supercompetitivas, a pesar de localizarse en un país y especializarse en unos productos relativamente caros. A principios de 2008, los costes laborales unitarios de Alemania habían retrocedido un 1% respecto a su nivel en el 2000. En España, en cambio, habían aumentado un 32%; en el Reino Unido, un 20%; en Francia, un 19%; y en EE. UU., un 11%. Dicha contención se ha nutrido tanto de mejoras en productividad y eficiencia, como de la moderación salarial. Entre 2000 y 2007, la productividad alemana aumentó a un ritmo promedio anual del 1,8%, mientras la remuneración salarial hacía lo propio a un más contenido 1,2% anual. Aunque dicho patrón se ha visto alterado por la crisis —desde 2008, la productividad ha aumentado un escueto 0,3% en tanto que los salarios lo han hecho en un 2,6%, reflejando un mercado laboral muy próximo al pleno empleo—, aún se preservan algunas de las ganancias de competitividad cosechadas antes de la crisis.

Hasta aquí, los determinantes inmediatos del éxito exportador alemán: diferenciación en calidad, una demanda dinámica y competitividad. Pero ¿qué le ha permitido jugar esas cartas? Además de un enclave geográfico idóneo para el comercio —con ríos

(1) Según datos del Banco Mundial, el 18%, 24% y 45% de sus exportaciones manufactureras, respectivamente, *versus* el 15% de Alemania, es en sectores considerados de alto contenido tecnológico. Dichos sectores incluyen aeronáutica, ordenadores, productos farmacéuticos, instrumentos científicos y maquinaria eléctrica.

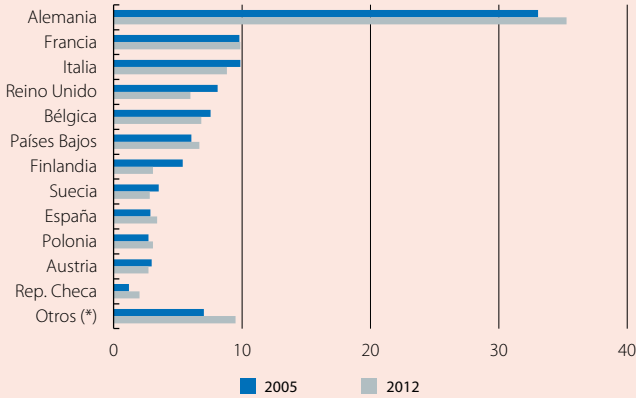
(2) Las exportaciones de mercancías representan un 84% del total exportado. El 16% restante son servicios.

navegables, puertos globales y una ubicación privilegiada para explotar la fragmentación de la cadena de valor europea, con acceso directo a la vieja y nueva Europa— y de un euro relativamente barato, la mayoría de analistas coincide en tres factores clave: su sistema educativo dual, su particular tejido empresarial y una buena dosis de reformas estructurales.

Exposición emergente y competitividad, claves para el poderío exportador alemán

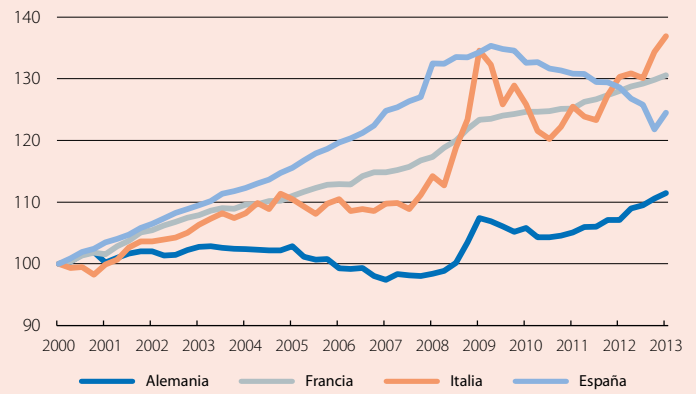
Exportación de mercancías hacia los BRIC

Porcentaje del total exportado por la UE hacia los BRIC



Costes laborales unitarios

1T 2000 = 100



Nota: (*) Incluye otros países de la UE cuya exportación hacia los BRIC es inferior a un 1% sobre el total exportado por la UE hacia dichos países.

Fuentes: FMI DOTS, fuentes nacionales y "la Caixa" Research.

Un sistema educativo eficiente y de calidad en todas sus vertientes pero, especialmente, en la formación profesional y de aprendizaje, ha facilitado la especialización en sectores intensivos en capital humano técnicamente preparado. La importancia de la formación vocacional está impresa en el ADN del *Mittelstand*, el modelo industrial alemán por excelencia y que ocupa a más del 70% del empleo privado. Este entramado de empresas medianas y no tan medianas —en medio millar de casos, auténticos campeones globales— ha contribuido un buen trecho a la historia de éxito alemana. Se caracterizan por ser mayoritariamente familiares, muy dinámicas y competitivas —constantemente innovando para adaptarse a un entorno cambiante sin perder esa ventaja— y por estar altamente especializadas en nichos poco glamurosos —utensilios, partes y componentes—, prácticamente imperceptibles para el consumidor medio pero muy rentables. Mantienen una clara orientación exportadora para lograr economías de escala que les permitan sacar partido a su extremada especialización y desarrollan extensas y estrechas redes de producción, distribución y servicios relacionados para maximizar su agilidad. Entre las ventajas que aporta ese modelo, destacan la estabilidad y la estrategia a largo plazo que les otorga su naturaleza familiar y la flexibilidad, agilidad e intensidad innovadora derivadas de su focalización en nichos de mercado. El objetivo es: hacer solo una cosa pero bordarlo.

Las reformas estructurales, y en particular del mercado laboral, implementadas en 2003 y propiciadas por la mayor crisis alemana desde la Segunda Guerra Mundial, aportaron ese plus de competitividad tan valioso para hacerse un hueco en segmentos de alto valor añadido, con factores productivos relativamente caros. Aun partiendo de salarios elevados, se ha logrado que crecieran poco mediante la concertación entre los distintos actores sociales —conscientes de que su vigor económico depende crucialmente de preservar esa ventaja competitiva—. Las reformas también introdujeron flexibilidad, esencial para triunfar en la era de la globalización y, según estudios recientes, también clave para ganar ventaja comparativa en sectores cuya demanda es más volátil. Curiosamente, entre dichos sectores se incluyen varios tipos de maquinaria: industrial especializada, equipamiento eléctrico o componentes electrónicos⁽³⁾.

En definitiva, cuando hace unos meses, un renombrado analista instaba a España a convertirse en la nueva Alemania, aludía a la posibilidad de reproducir el exitoso modelo exportador alemán. No se trata de imitar el modelo al detalle aunque sí, como Alemania, podría aprovecharse la oportunidad que brinda una crisis histórica para flexibilizar estructuras; o podría primarse la visión a largo plazo, la innovación recurrente y la inversión en formación. Pero, sobre todo, de lo que se trata es de explotar, eficientemente y al máximo, las ventajas comparativas propias, persiguiendo la excelencia como estrategia de diferenciación. España no debe aspirar a ser la nueva Alemania, sino una nueva España: más flexible, más eficiente, más sólida, orientada a largo plazo, más competitiva, más global.

Marta Noguer

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

(3) Véase Cuñat, A. y Melitz, M. (2007). «Volatility, labor market flexibility, and the pattern of comparative advantage», NBER WP#13062.

Alemania marca el tempo de la refundación europea

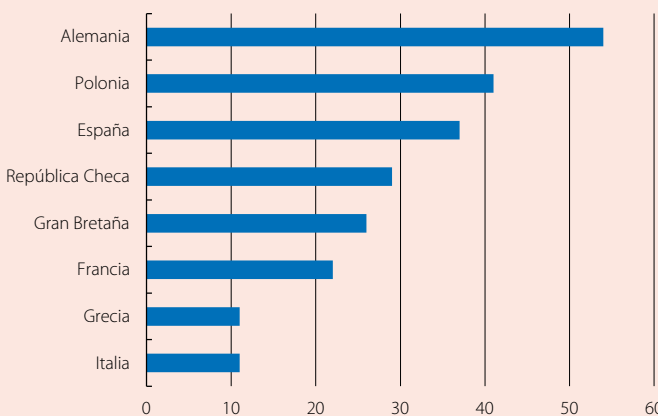
«Allí donde sea necesario un respaldo con garantías, tiene que ser posible también el control». Esta máxima, pronunciada por la canciller alemana Angela Merkel en julio de 2012, resume la posición del país germano en las negociaciones con los países que han tenido que pedir ayuda, en particular, y en el proceso de construcción europea en general. Una visión que poco a poco Alemania ha ido consiguiendo que se imponga. ¿Está el futuro de Europa en buenas manos?

De lo que no cabe ninguna duda es de la implicación alemana en el proceso de construcción europea. Ya en la segunda mitad del siglo pasado, el país germano jugó un papel destacado como miembro fundador de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero, origen de la actual UE. El anhelo europeísta se ha mantenido intacto desde entonces. La motivación es genuina. Además de las consideraciones de orden geopolítico, la economía alemana se apoya, en buena parte, sobre la demanda del resto de países europeos. Concretamente, el 57,1% del total de las exportaciones germanas tienen como destino otros Estados miembros de la UE. Alemania es, por tanto, una de las principales interesadas en el dinamismo de sus vecinos.

Los ciudadanos germanos son, con diferencia, los que más apoyan el proceso de integración europeo (véase gráfico siguiente). Esta convicción también se refleja en la arena política. De cara a las próximas elecciones del mes de septiembre, solamente el partido «Alternativa para Alemania» presenta un programa claramente euroescéptico, mientras que los principales partidos políticos del país (que representan más del 90% de la intención de voto) tienen una vocación claramente europeísta. Esto no quiere decir que su visión sobre el proceso de construcción europea sea exactamente el mismo, pero en los grandes temas las diferencias han sido pequeñas. Por ejemplo, en las votaciones que el Parlamento alemán ha tenido que llevar a cabo para aprobar los distintos programas de rescate a Grecia y a la banca española, los dos grandes partidos, la CDU y el SPD, han votado conjuntamente a favor.

Alemania apoya la integración europea

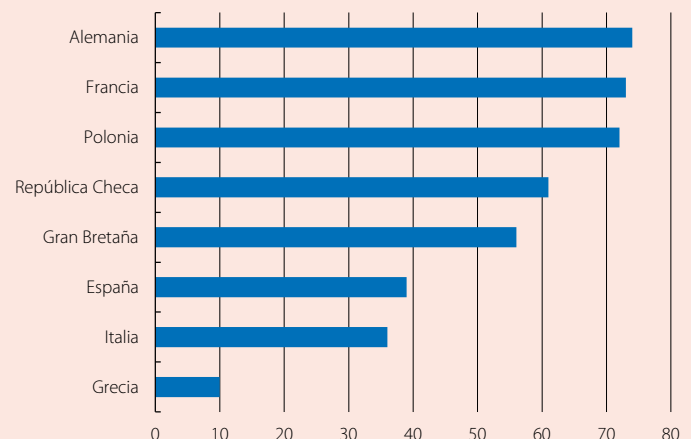
Respuestas favorables a que la integración europea refuerza la economía (%)



Fuente: PEW Research Center.

Distinta opinión acerca del liderazgo alemán

Respuestas favorables a la política de Angela Merkel (%)



Fuente: PEW Research Center.

Aunque la apuesta alemana por Europa parece firme, en muchos países europeos no se cree que esta sea en beneficio de todos, especialmente en algunos países periféricos. La razón: los enormes esfuerzos que están teniendo que llevar a cabo para seguir teniendo un lugar en el club del euro. La percepción es que Alemania quiere imponer su modelo, que tanto éxito ha demostrado, y que el resto de países debe implementarlo a pesar de la dureza de las medidas. Algunos países argumentan que la eurozona, en conjunto, no presenta desequilibrios, ni fiscales ni macroeconómicos, y goza, en general, de una banca saneada. En este contexto, es muy tentador pensar que si la eurozona tuviera unos mecanismos de transferencia de recursos entre países más potentes, los desequilibrios podrían arreglarse rápidamente y sin tantos sacrificios.

Sin embargo, nada más lejos de la realidad. Si no se corrigen las causas de fondo que han generado los fuertes desequilibrios fiscales, macroeconómicos y bancarios en muchos países de la periferia europea, estos volverán a repetirse tarde o temprano. Alemania, por cuestión de principios, es uno de los principales defensores de esta visión. Además, dado que goza de una situación económica más favorable, sería uno de los países que debería aportar más recursos a los mecanismos de transferencia, lo

que, si cabe, la hace ser todavía más precavida. La forma en la que se está construyendo cada uno de los pilares que deben sustentar la nueva Unión Económica y Monetaria (la unión bancaria, la unión fiscal y la unión económica) sirve para ilustrarlo.

Quizás, donde más se nota la impronta de la visión alemana es en el proceso de unión bancaria. Este consta de tres ejes: la creación de un único supervisor, un mecanismo de resolución de entidades en dificultades también único y un fondo de garantía de depósitos (FGD) integrado. El primero de estos tres ejes es al que se le ha dado máxima prioridad. La supervisión única por parte del Banco Central Europeo debería estar en funcionamiento a principios de verano de 2014. En los otros dos flancos el debate sigue abierto. Por un lado, para cortar de raíz la relación entre el riesgo soberano y el riesgo bancario, que tanto daño ha hecho en algunos países de la periferia, es imprescindible avanzar hacia un mecanismo de resolución único y un FGD homogéneo. Las prisas, por lo tanto, parecen justificadas. Sin embargo, la puesta en marcha de estos mecanismos podría conllevar importantes transferencias de recursos entre países si se tienen que activar. Llegado el caso, no debería haber dudas ni de la fortaleza de la base legal sobre la que se apoyan ni, sobre todo, del soporte social y político con el que se cuenta. En otras palabras, no se compartirán riesgos si no dispone antes de los mecanismos que permitan una mayor correspondencia entre la responsabilidad asumida y el control ejercido.

Es por ello que Alemania, con su ministro de finanzas Wolfgang Schäuble al frente, insiste en llevar a cabo un avance más gradual, empezando por un sistema colegiado de autoridades nacionales, minimizando la solidaridad entre países⁽¹⁾. Esto debería servir de puente mientras, por un lado, la supervisión llevada a cabo por el BCE asegura que toda la banca europea cumple con los requisitos exigidos y, en paralelo, se avanza en la redefinición de los tratados para que estos den cabida, sin fisura alguna, a los nuevos instrumentos. En este sentido, la apuesta alemana persigue la construcción de una unión bancaria robusta a largo plazo. Pero es una apuesta arriesgada a corto plazo. Aunque todavía quedan muchos detalles pendientes por definir (véase Focus «Entidades insolventes: el Consejo opta por el *bail-in* 2.0», para una explicación detallada de los últimos acuerdos alcanzados), con los avances hechos hasta la fecha difícilmente se podría evitar un nuevo episodio de tensiones financieras si las dudas sobre la solvencia del sector bancario o público de un país europeo vuelven a reaparecer.

Los avances en materia de unión fiscal y económica han sido algo menores, pero el camino seguido es similar. El objetivo último está claro: poner en marcha un marco de gobernanza económica y fiscal profundamente integrado que permita el diseño de una política económica coordinada y la emisión común de deuda pública⁽²⁾. El objetivo, por tanto, es ambicioso. Exige llevar a cabo una modificación de los tratados europeos y, sobre todo, una mayor confianza mutua entre los países de la UE. Como en el caso de la Unión Bancaria, sin embargo, de momento solo se han puesto en marcha los mecanismos para que, desde Bruselas, se pueda supervisar y, hasta cierto punto dirigir, la política económica y fiscal de los distintos Estados miembros⁽³⁾. También en este ámbito, por lo tanto, la visión alemana parece que se ha ido imponiendo. La creación de los eurobonos o, en general, de un mecanismo de financiación común, y que ha sido defendida por el presidente francés, François Hollande, parece que de momento ha quedado en un segundo plano. De nuevo, primero el control, después las garantías.

En definitiva, hasta la fecha es la canciller alemana Angela Merkel quien ha marcado el ritmo de la construcción europea. Sin pretender un gran liderazgo, lo está ejerciendo. Sin hacer grandes promesas, ha ido dibujando el camino a seguir para conseguir una mayor integración europea. Ciertamente, las medidas tomadas hasta la fecha no son suficientes para poder sortear nuevos episodios de tensiones financieras. Pero tampoco lo serían otras medidas que solo remediasen temporalmente los desequilibrios de los países en apuros. En última instancia, la única garantía para alcanzar un mayor nivel de integración es la implementación de una política económica que persiga, de forma inequívoca, un crecimiento equilibrado a largo plazo. Alemania está comprometida. ¿Los otros países también?

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

(1) Véase «Banking Union must be built on firm foundations», Financial Times, 12 de mayo de 2013.

(2) Véase «Plan director para una Unión Económica y Monetaria profunda y auténtica». http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1272_es.htm.

(3) Las principales medidas tomadas en este sentido son conocidas como el Six Pack, el Fiscal Compact y el Two Pack.



PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: www.lacaixaresearch.com
 Correo electrónico: publicacionesestudios@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

