

IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 371 | SEPTIEMBRE 2013



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Salida de capitales en los emergentes

ECONOMÍA INTERNACIONAL
China: con menos prisa, pero sin pausa

UNIÓN EUROPEA
Portugal en el punto de mira

ECONOMÍA ESPAÑOLA
Objetivo de déficit: un segundo semestre exigente

DOSSIER: EL SISTEMA TRIBUTARIO A DEBATE

Reformas tributarias: una historia interminable que vuelve al primer plano

Economía sumergida: un lastre excesivamente oneroso

El uso de incentivos fiscales para incrementar la participación laboral

Impuesto de sociedades: propuestas para eliminar el subsidio a la deuda

INFORME MENSUAL

Septiembre 2013

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de agosto 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 *Salida de capitales en los emergentes*10 *BCE: una «política de orientación» poco concreta***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Estados Unidos: un PIB mayor y más al día*16 *China: con menos prisa, pero sin pausa***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Portugal en el punto de mira*22 *Mejora en la cuenta corriente de la eurozona:
¿cíclica o estructural?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Objetivo de déficit: un segundo semestre exigente*28 *Radiografía del descenso de la población activa*29 *FMI y Comisión Europea evalúan favorablemente el programa
de reformas del sistema bancario***32 DOSSIER: EL SISTEMA TRIBUTARIO A DEBATE**32 *Reformas tributarias: una historia interminable que vuelve
al primer plano*

Joan Daniel Pina y Avelino Hernández

34 *Economía sumergida: un lastre excesivamente oneroso*
Àlex Ruiz36 *El uso de incentivos fiscales para incrementar la participación
laboral*

Judith Montoriol-Garriga

38 *Impuesto de sociedades: propuestas para eliminar el subsidio
a la deuda*

Pau Labró Vila

EDITORIAL

UN CUATRIMESTRE CLAVE

La economía española aborda, con el fin del paréntesis veraniego, unos meses determinantes. Los datos de coyuntura de las últimas semanas han sido globalmente esperanzadores, tanto en los indicadores de actividad como de empleo. Esa valoración positiva se mantiene incluso cuando se corrigen los efectos estacionales. Parece que la economía se estaría estabilizando, moderándose la caída de su principal componente, el consumo privado, que ya prácticamente se compensa por el impulso de los componentes que deben ser los tractores de la reactivación: el sector exterior y la inversión en equipo productivo.

Una evolución similar en el resto de la eurozona, y en especial en Alemania y Francia que ya están en tasas positivas de crecimiento intertrimestral, puede servir de apoyo adicional a este vacilante inicio de recuperación.

La estabilización es el resultado del éxito de las políticas económicas aplicadas. En primer lugar, la laxa política de liquidez y el apoyo explícito de la irreversibilidad del euro impulsados por el Banco Central Europeo. Y, en segundo lugar, y no menos importante, la percepción por los mercados que las políticas de ajuste en la eurozona están empezando a tener éxito. Los desequilibrios de pagos intraeurozona se corrigen con sorprendente celeridad, y los desequilibrios fiscales y bancarios finalmente se están encauzando de una manera creíble en la mayoría de los países. Las políticas de ajuste han sido y están siendo duras, pero las democracias europeas, aunque con visibles dificultades, parecen ser capaces de canalizar este enorme esfuerzo manteniendo el equilibrio institucional y social.

Es importante tener presente, sin embargo, que la situación macroeconómica de España es aún muy frágil. Podría torcerse por diversos factores externos, sobre los que el país tiene escaso control. Desde el conflicto en Siria, con potenciales impactos adversos en los mercados petrolíferos, hasta la evolución de los países emergentes que, como se ha podido comprobar estas últimas semanas, son extremadamente sensibles a la política de retirada de estímulos de la Reserva Federal estadounidense. Además, en el seno de la eurozona no cabe excluir sobresaltos en el proceso de mejoras institucionales de la Unión Económica y Monetaria, o en alguno de los países que están aún bajo programas de asistencia financiera.

De todos modos, los principales riesgos a los que está sometido el proceso de reequilibrio y relanzamiento de nuestra economía son de origen interno. Y sobre estos se puede y se debe actuar con celeridad, con independencia de los avatares internacionales.

El primer riesgo es el del incumplimiento de las metas establecidas de ajuste presupuestario. Los datos conocidos hasta hoy muestran que la exigencia para los meses finales del año será máxima, y es imprescindible conseguir los objetivos, puesto que en materia de consolidación fiscal España tiene aún mucha credibilidad que recuperar. La relajación de las sendas de reducción del déficit no debiera ir acompañada de desviaciones significativas respecto a las metas acordadas.

El segundo riesgo es el de la complacencia en la política de reformas. El impulso reformista debe, si cabe, acelerarse, y aunque los frentes son numerosos, destacan dos: el laboral y el fiscal, asociado por su parte a las reformas de las administraciones públicas y al sistema de pensiones. El laboral por la sencilla razón de que, incluso si la economía empieza a registrar tasas de crecimiento positivas, España continuará teniendo una tasa de paro inaceptablemente alta.

En cuanto al fiscal, porque una de las muchas lecciones que se pueden extraer de la crisis es que España no disponía de un sistema tributario acorde con las necesidades de su economía y su sociedad. A esta cuestión, precisamente, dedicamos nuestra atención en el Dossier que forma el cuerpo central de este nuevo número del *Informe Mensual*.

Jordi Gual
Economista Jefe
31 de agosto de 2013

RESUMEN EJECUTIVO

LAS ECONOMÍAS DESARROLLADAS TOMAN EL RELEVO A LAS EMERGENTES

Los buenos datos macroeconómicos de las economías desarrolladas adquieren protagonismo. Este verano, a diferencia de los dos últimos, ha estado marcado por una calma relativa en los mercados financieros de la eurozona: la prima de riesgo de los países periféricos ha alcanzado mínimos de los últimos dos años gracias, en parte, al repunte del *bund* alemán. Sin lugar a dudas, la salida de la recesión de la eurozona ha ayudado. También el Reino Unido y Estados Unidos confirman la buena marcha de sus economías. Pero no hay que olvidar que la política monetaria ultralaxa se encuentra, en parte, detrás de esta incipiente recuperación de las economías desarrolladas.

En EE. UU. sigue la incertidumbre sobre cuándo y a qué ritmo la Fed reducirá los estímulos. En un principio, la Fed anunció un calendario tentativo para la reducción del ritmo de compra de activos financieros en función del descenso de la tasa de paro y la evolución de la inflación. Sin embargo, durante el verano se han sucedido numerosas declaraciones, a veces contradictorias, de distintos miembros destacados de la Fed sobre su preferencia por una retirada más o menos temprana. Por el momento, la recuperación de la economía prosigue a buen ritmo, pero las mejoras en el mercado de trabajo están tardando más en llegar. El crecimiento del PIB del 2T ha sido revisado al alza, hasta el 1,6% interanual, pero la tasa de paro sigue mostrando resistencia a reducirse. El mercado inmobiliario también presenta signos de mejora a pesar del repunte de los tipos de interés hipotecarios.

El Banco de Inglaterra y el BCE adoptan una política de *forward guidance*, anunciando que los tipos de interés oficiales permanecerán en los niveles actuales o más bajos por un periodo de tiempo prolongado. El Banco de Inglaterra va un poco más allá supeditando la política monetaria a la reducción de la tasa de paro por debajo del 7%, siguiendo el ejemplo de la Fed. Incluso prevén la ampliación de los estímulos si las condiciones financieras se vuelven más restrictivas. La nueva estrategia del BCE, aunque menos agresiva, supone un importante cambio de retórica. Hasta la fecha, el BCE se había mostrado reticente a comprometerse con una senda predeterminada de tipos de interés. Sin embargo, las dificultades de transmisión de la política monetaria a las condiciones crediticias de algunos países de la eurozona les han llevado a utilizar todos los instrumentos a su alcance. De momento, los tipos, el euro y las bolsas se han estabilizado.

Los bancos centrales de los países emergentes se ven obligados a actuar ante el repunte de las tensiones financieras y cambiarias. En claro contraste con las economías desa-

rolladas, el crecimiento de los emergentes pierde tracción. Pero más preocupantes son las turbulencias financieras que están sufriendo: la rentabilidad de la deuda pública y corporativa se ha disparado, las bolsas se han desplomado y sus monedas se han depreciado. La causa, común: la salida de capitales. De todos modos, las diferencias entre países son importantes: aquellos que presentan una mayor dependencia de la financiación exterior, como Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía, están sufriendo una mayor depreciación. Tampoco ayuda la inestabilidad de Siria, que ha elevado el precio del petróleo y, de mantenerse en estas cotas, afectaría negativamente la competitividad de los emergentes importadores de este bien. Todo ello ha llevado a los bancos centrales a tomar medidas de urgencia para defender sus monedas, subiendo tipos o estableciendo controles de capital.

En la eurozona, la actividad sigue dando señales de estabilización dentro de la fragilidad. Tras 6 trimestres consecutivos de contracción, la eurozona registró un crecimiento del 0,3% intertrimestral en 2T 2013. La mejora es generalizada: Alemania y Francia lideran la recuperación (0,7% y 0,5% respectivamente), mientras que en la periferia la recesión sigue menguando. Además, los indicadores adelantados de actividad siguen apuntando a que el proceso de recuperación continuará con paso firme, respaldado por las mejores condiciones financieras y el dinamismo del sector exterior. No obstante, los riesgos siguen siendo a la baja por el posible impacto de la ralentización de los emergentes en el sector exportador y la necesidad de encontrar una solución definitiva a los problemas de los países periféricos.

En España, la mejora de las perspectivas económicas no debería relajar el ritmo de reformas. El PIB está cerca de estabilizarse (-0,1% intertrimestral en 2T 2013) y presenta una mejor composición: el apoyo del sector exterior sigue siendo clave, mientras que la demanda interna muestra signos de estabilización. Los indicadores de actividad y confianza del 3T 2013 auguran la próxima vuelta a tasas de crecimiento positivas, pero modestas. El mercado de trabajo también da signos de mejora más allá de la temporada turística: los sectores exportadores están empezando a generar ocupación. Para asegurar que estas incipientes señales alentadoras se consoliden, el FMI recomienda seguir flexibilizando el mercado de trabajo, mejorar la competitividad de las empresas y mejorar el entorno de negocios. Solo así se sentarán las bases de una economía moderna con capacidad de crecer.

Cronología

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*.

JULIO 2013

- 4 El Banco Central Europeo adopta una política de **forward guidance**, anunciando que los tipos de interés oficiales permanecerán en los niveles actuales o más bajos por un periodo de tiempo prolongado.
12 El Gobierno aprueba la **reforma energética** para abordar el déficit de tarifa eléctrica.

Agenda

SEPTIEMBRE 2013

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
5 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
6 Índice de producción industrial (julio).
17 Encuesta trimestral de coste laboral (segundo trimestre).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (julio).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
20 Comercio exterior (julio).
24 Ingresos y gastos del Estado (agosto).
27 Avance IPC (septiembre).
Índice de sentimiento económico eurozona (septiembre).
30 Balanza de pagos (julio).

OCTUBRE 2013

- 2 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
Saldo AA. PP. (segundo trimestre).
8 Índice de producción industrial (agosto).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (agosto).
21 Tasa de ahorro de los hogares (segundo trimestre).
23 Comercio exterior (agosto).
24 Encuesta de población activa (tercer trimestre).
29 Ingresos y gastos del Estado (septiembre).
30 Avance del PIB trimestral (tercer trimestre).
Avance IPC (octubre). Balanza de pagos (agosto).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
Avance del PIB de Estados Unidos (tercer trimestre).

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

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

(2) Datos de venta al por mayor.

■ Previsiones

Economía española

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

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	0,27	0,29
Líbor 12 meses	1,01	0,73	0,91	1,04	0,88	0,77	0,70	0,70	0,77
Deuda pública a 2 años	0,27	0,37	0,81	0,26	0,27	0,26	0,26	0,38	0,56
Deuda pública a 10 años	1,78	2,25	2,85	1,62	1,69	1,93	1,98	2,56	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	0,21	0,20	0,36	0,20	0,21	0,21	0,21	0,20
Euríbor 12 meses	1,11	0,52	0,53	0,89	0,60	0,57	0,51	0,51	0,50
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,09	0,38	-0,01	0,01	0,11	0,06	0,10	0,09
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,53	1,76	1,42	1,42	1,51	1,41	1,60	1,59

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	129,96	136,83	98,44	105,44	121,84	128,88	131,96	137,16
£/euro	0,81	0,85	0,85	0,79	0,81	0,85	0,85	0,86	0,85

PETRÓLEO

Brent (\$/barril)	111,38	107,04	107,47	109,19	109,52	112,23	103,16	107,10	105,66
Brent (euros/barril)	86,61	81,43	81,29	87,21	84,40	85,03	78,97	81,31	80,37

Previsiones

MERCADOS FINANCIEROS

Verano de contrastes en los mercados financieros internacionales. La cara viene representada por el buen tono de los mercados en la eurozona, al calor de los buenos datos de coyuntura y el sosiego político. La cruz la encarna el deterioro de las condiciones financieras en los países emergentes. Por su parte, EE. UU. atraviesa una fase de relativa calma, pero con los inversores a la defensiva en espera de lo que decida la Reserva Federal (Fed) el 18 de septiembre. A finales de agosto, Siria ha provocado un brote de inestabilidad generalizado, que por ahora está contenido pero podría ser origen de mayores problemas.

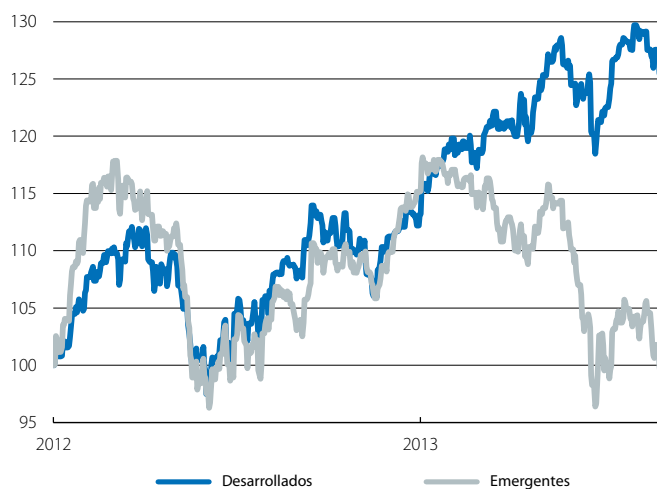
La reducción de estímulos planteada por la Fed continúa siendo eje de atención. En la reunión del 31 de julio, una amplia mayoría de los miembros del Comité de Política Monetaria de la Fed coincidió en la necesidad de reducir la compra de bonos (*tapering*, en la jerga) antes de final de año, pero no se aportó información sobre la fecha en que dará comienzo ni su magnitud. Según el consenso de analistas, septiembre será el mes elegido. Hay que tener presente, no obstante, que las perspectivas de recuperación de la economía y del mercado de trabajo que maneja la Fed son algo menos positivas que hace un mes, de modo que no se puede descartar que la decisión se posponga hasta las reuniones de noviembre o diciembre. Las especulaciones sobre esta cuestión, aparentemente menor, no hacen sino prolongar la inquietud entre los inversores, frenando el ánimo comprador tanto de bonos como de acciones.

Las *yields* de la deuda pública estadounidense alcanzan máximos de dos años tras el repunte adicional observado en las últimas semanas, al hilo de la incertidumbre alrededor del *tapering*. El aumento ha sido mayor en los plazos largos (10 años) que en los cortos (2 años). La tasa del bono a 10 años se sitúa en niveles cercanos al 3%. Paralelamente, es destacable la escalada en los tipos del mercado hipotecario estadounidense, que se encuentran también en máximos de dos años, levantando las primeras quejas de los agentes del sector. Este deterioro en los mercados de deuda ha ido acompañado de correcciones en la renta variable norteamericana. Previsiblemente, cuando la Fed despeje las dudas actuales las *yields* corregirán parte del aumento reciente (aunque la tendencia de medio y largo plazo es moderadamente hacia arriba) y Wall Street reanudará los avances.

Se intensifican las turbulencias financieras en las regiones emergentes. Persisten los flujos de salida de capitales, aunque a menor ritmo que en junio, y los efectos se han dejado notar con virulencia en las divisas, especialmente en los países con elevados desequilibrios. Las monedas más golpeadas han sido la rupia india, la rupia indonesia, el real brasileño y la lira turca, aunque otras de países más sólidos, como el rand sudafricano o el peso mexicano, también se han visto afectadas. Esta cuestión, que se aborda con más detenimiento en el Focus «Salida de capitales en los emergentes», pone de manifiesto las vulne-

Evolución bolsas: desarrollados vs. emergentes

(Enero 2012 = 100)



Fuente: Bloomberg.

EE. UU.: *yields* de la deuda pública

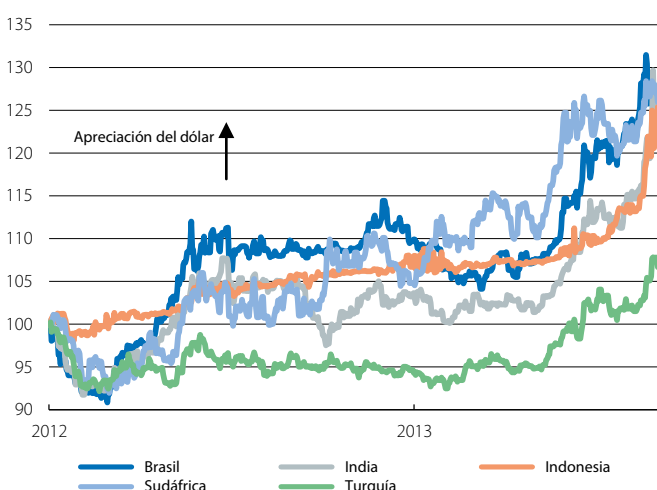
(%)



Fuente: Bloomberg.

Evolución divisas emergentes frente al dólar

(Enero 2012 = 100)



Fuente: Bloomberg.

rabilidades de las que adolece gran parte del bloque emergente, en un entorno de menores perspectivas de liquidez global y reorientación del apetito por el riesgo. Las bolsas emergentes han registrado pérdidas considerables, aunque el castigo no ha alcanzado la intensidad observada en el mercado cambiario. Igualmente, los volúmenes de emisión de deuda corporativa se han reducido mucho y los *spreads* crediticios han repuntado.

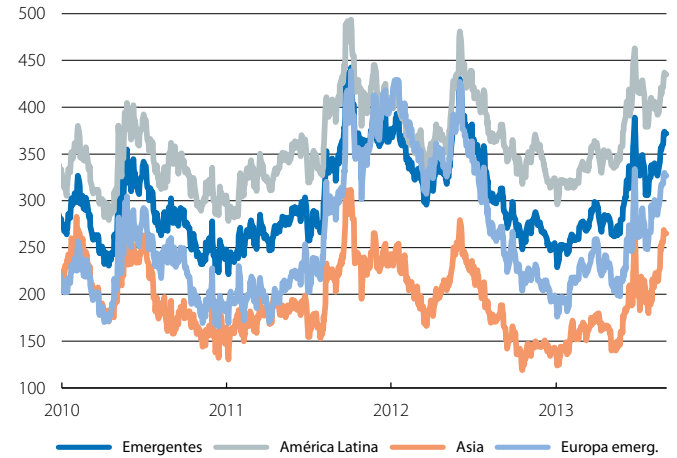
Las autoridades económicas emergentes están reaccionando con celeridad a la hora de intentar frenar la pérdida de valor de sus respectivas divisas. Las medidas adoptadas son amplias y diversas a lo ancho de las economías emergentes: controles de cambios, intervenciones directas en los mercados de divisas, e incluso subidas de los tipos de interés oficiales (por ejemplo, en Brasil e Indonesia). Particular preocupación despiertan los casos de la India e Indonesia, cuyos niveles de reservas internacionales disminuyen con rapidez y la depreciación de sus respectivas divisas, lejos de detenerse, persisten. Este episodio de inestabilidad en la India ha hecho recordar la crisis sufrida por el país asiático en 1990, que precisó de la intervención del FMI ante el colapso del nivel de reservas. Además de acierto con las medidas de urgencia indicadas, parece claro que los países emergentes vulnerables necesitan abordar las reformas estructurales que permitan corregir desequilibrios y potenciar el crecimiento. Confiamos que esto tenga lugar y con ello se recupere el sentimiento positivo de los inversores internacionales.

Los riesgos en la eurozona siguen disminuyendo de la mano de un entorno financiero más benigno y de la mejora en los indicadores de actividad. Tal y como se explica con más detalle en el Focus «BCE: una “política de orientación” poco concreta», la autoridad monetaria anunció en su reunión de julio que los tipos de interés permanecerían en niveles reducidos durante un periodo extenso de tiempo. Esta orientación claramente acomodaticia del BCE, que contrasta con los planes de retirada progresiva de estímulos monetarios de la Fed, contribuye a explicar la satisfactoria evolución de las condiciones financieras en la región. Además, las economías del centro, especialmente Alemania, muestran avances sólidos en sus respectivas demandas internas, propiciando una mejora notable en los sectores exteriores de las economías del sur, en particular en el caso español. Bajo este contexto, las primas de riesgo de los países periféricos han tendido a la baja durante el verano, borrando con facilidad los repuntes originados por las tensiones políticas de Portugal en julio. Destaca el buen comportamiento del *spread* español frente al bono alemán, que se redujo hasta niveles de 250 p. b. para repuntar levemente a finales de agosto ante el conflicto sirio. Si bien este estrechamiento es motivo de satisfacción, no debe omitirse que viene explicado en buena parte por el repunte en la *yield* del *bund* alemán a 10 años.

El desenlace de las elecciones alemanas, clave para la solidez político-institucional de la eurozona y sus mercados. El próximo 22 de septiembre se celebran las elecciones alemanas, una cita muy importante para la legitimación democrática del proceso de refundación de la UEM en el que estamos inmersos. Las

Spreads de bonos soberanos de países emergentes

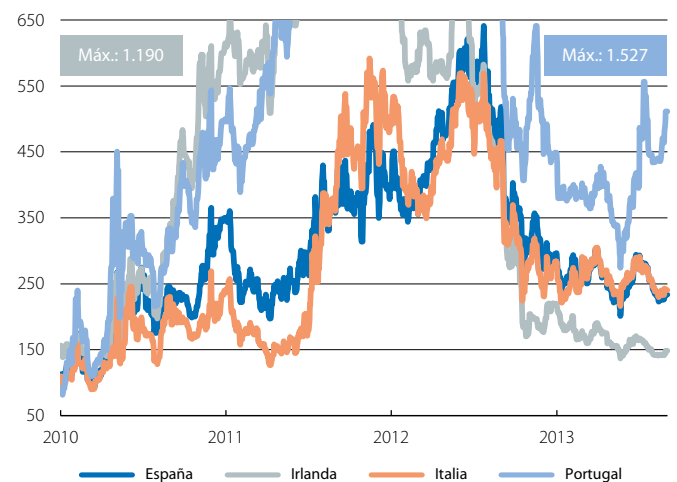
(Respecto a una cesta de bonos de EE. UU.; puntos básicos)



Fuente: Datastream.

Primas de riesgo deuda soberana

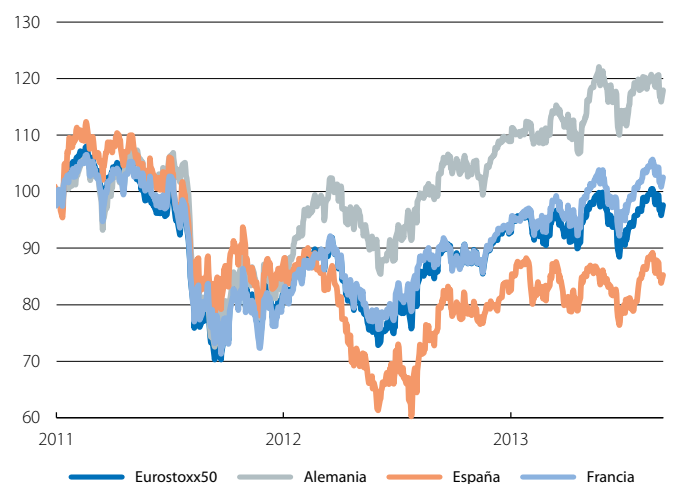
(CDS; puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Bolsas de la eurozona: evolución por países

(Enero 2011 = 100)



Fuente: Bloomberg.

encuestas otorgan una cómoda victoria a la coalición liderada por Angela Merkel, circunstancia que parece ser del agrado de los inversores. Las declaraciones de altos miembros del ejecutivo germano en tono constructivo acerca de un tercer paquete de rescate para Grecia, así como los elogios a las reformas emprendidas por países como España, son un factor que contribuye al buen tono de los mercados financieros de la región. No obstante, conviene seguir de cerca los acontecimientos conforme se acerque la votación y se conozcan los resultados, ante eventuales sorpresas desestabilizadoras.

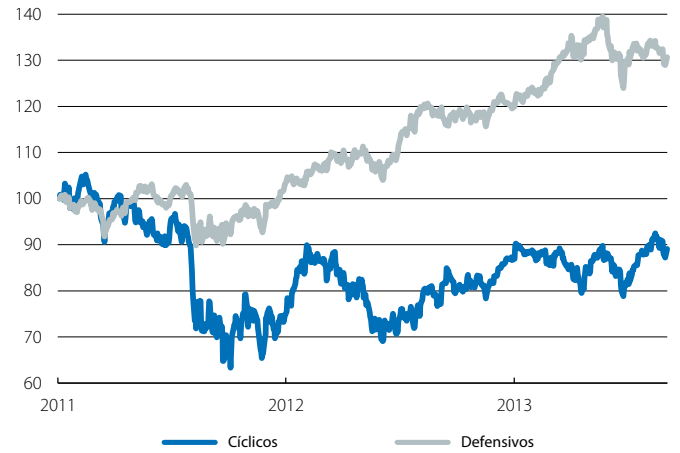
En clave bursátil, suerte dispar según países y sectores. Ha sido muy acusada la clara diferenciación entre las bolsas occidentales y las emergentes. La buena marcha de los beneficios empresariales en EE. UU. ha proporcionado sustento a los índices S&P 500 y Dow Jones, que conquistaban máximos históricos a principios de agosto. Por los factores antes mencionados (*tapering* y Siria), en el tramo final del mes ha tenido lugar una corrección que no debe suponer el inicio de una tendencia bajista. En Europa, el perfil ha sido similar pero con un saldo acumulado más favorable. El Ibex destaca por el mejor relativo comportamiento frente a sus homólogos europeos, con avances que se sitúan cerca del 10% desde finales de junio. A nivel sectorial, el mejor comportamiento en Europa ha correspondido al sector bancario y las petroleras. Los sectores defensivos (como las farmacéuticas) y las aerolíneas han quedado rezagados. El sector bancario tiene la clave para la continuidad de una tendencia alcista de los índices europeos, circunstancia para la cual se están consolidando condiciones macro y micro-económicas propicias. En Japón, la bolsa se ha movido en un rango lateral no exento de elevadas dosis de volatilidad.

El euro se aprecia frente al dólar al compás de las sorpresas positivas en los indicadores de coyuntura de la eurozona, que apuntan a una mejora sostenible. Concretamente, el cruce euro-dólar se ha movido hacia la zona 1,33-1,34, es decir, cerca de los niveles más altos del euro de los últimos 18 meses. El movimiento no debería ir a más, sino que, por el contrario, esperamos que la tendencia a medio y largo plazo vaya en la dirección de una ligera apreciación del dólar desde los niveles actuales, debido al proceso de normalización monetaria en EE. UU. Por su parte, el yen ha retomado la leve apreciación frente al dólar iniciada en mayo.

Repunte en las cotizaciones de las materias primas encabezadas por los avances en el petróleo Brent, que desde julio gana un 15%. Ello es atribuible, por un lado y como factor principal, a la disminución en la oferta de crudo por parte de Irán y Nigeria, y por otro, al recrudecimiento del conflicto sirio. El recorrido al alza en la cotización del petróleo se verá moderado en el medio plazo conforme las tensiones se reconduzcan. El oro, la plata y el cobre han registrado incrementos moderados, que no compensan sin embargo las fuertes caídas en lo que va de año. La recuperación del bloque emergente debe dar sustento a una progresiva recuperación en las cotizaciones de la mayoría de *commodities*, especialmente en el segmento de los alimentos.

Eurostoxx600: sectores cíclicos y sectores defensivos

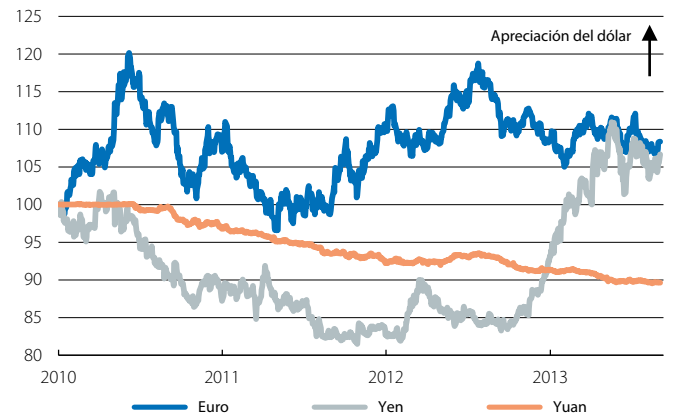
(Enero 2011 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Cotización del euro, el yen y el yuan frente al dólar

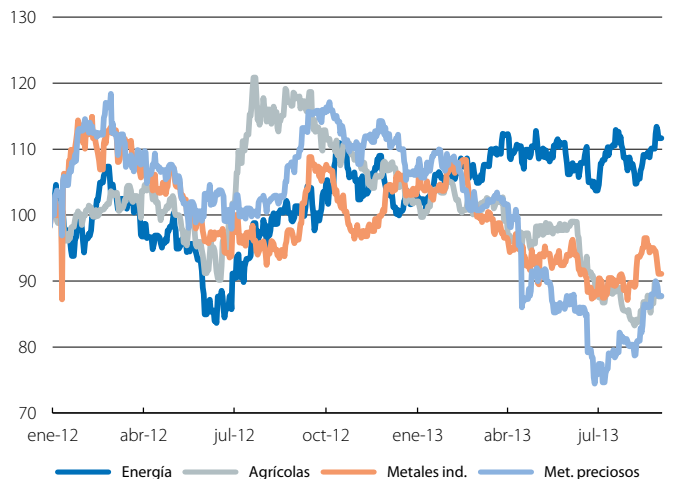
(Enero 2010 = 100)



Fuente: Bloomberg.

Evolución de las materias primas

(Enero 2012 = 100)



Fuente: Bloomberg.

FOCUS · Salida de capitales en los emergentes

Tras permanecer en segundo plano durante los años de crisis financiera en EE. UU. y problemas de deuda en la eurozona, los países emergentes han vuelto a cobrar protagonismo. Por desgracia, para mal. Rememorando las sacudidas de la década de los noventa, de nuevo los flujos de inversión internacionales están jugando un papel crucial.

Dos tipos de factores determinan la atracción de fondos hacia las economías emergentes. En primer lugar, los factores de «empuje». Cuando el entorno global es de liquidez abundante y tipos reales bajos, a la vez que aumenta el apetito por el riesgo y se ponen en marcha estrategias de «*search for yield*», entonces los mercados emergentes suelen erigirse como polo predilecto para los inversores internacionales. En segundo lugar, los factores de «atracción». Si las perspectivas de crecimiento de los países emergentes son buenas, el capital acude. Ambos factores jugaron a favor entre 2009 y 2012, pero se han tornado en contra recientemente. Desde el pasado mes de mayo, cuando Ben Bernanke manifestó que la Fed podría empezar a reducir el ritmo de compras de deuda pública antes de acabar el año, las *yields* estadounidenses se han incrementado notablemente. Esto ha generado incentivos entre los inversores para deshacer posiciones en activos emergentes y recomponer sus carteras. Las salidas de capitales de las regiones emergentes, principalmente de las inversiones de cartera (tanto renta fija como acciones), han sido la consecuencia más visible de lo anterior, junto a severas depreciaciones de las divisas.

Conviene precisar que no todas las economías emergentes se han visto afectadas con la misma intensidad. Los países con elevada dependencia de la financiación exterior (en términos de déficits por cuenta corriente y posición inversora neta frente al exterior) son los más vulnerables en caso de que el flujo de entrada de capitales quede interrumpido, dejándoles expuestos a crisis de liquidez e incluso de solvencia. Esto es lo que ha sucedido en los cuatro últimos meses: Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía están entre los que han sufrido mayores presiones, debido precisamente a la considerable magnitud de sus desajustes externos. Con la finalidad de apoyar la cotización de sus divisas, las autoridades de numerosos países emergentes han adoptado medidas de urgencia. Con frecuencia han recurrido a subidas del tipo de interés oficial y/o drenajes de liquidez para aumentar el atractivo de invertir en activos monetarios locales (así ha sucedido en Brasil, India e Indonesia). Algunos (por ejemplo, Brasil) han intervenido en los mercados de cambios, vendiendo parte de sus reservas en dólares o mediante otras fórmulas. Por último, ha habido casos de establecimiento de controles de capitales (por ejemplo, India).

Este despliegue de medidas no parece estar teniendo el efecto deseado, al menos por ahora, ya que las turbulencias sobre los mercados de divisas han reaparecido tras la tregua observada a finales de julio. Las autoridades económicas se enfrentan, por tanto, a un reto considerable. Una alternativa es esperar y confiar que los inversores internacionales se calmen pronto, circunstancia que sería más verosímil si la Fed sorprendiera con decisiones y mensajes más «suaves» que los recientes. Esto ciertamente podría ocurrir, pero con carácter transitorio dado que la dinámica de fondo de la economía de EE. UU. indica que el proceso de normalización monetaria es inexorable, y la Fed no parece muy sensible a los problemas ajenos. Un segundo curso de acción es intensificar las medidas de emergencia. El problema es que su eficacia es incierta y podrían generar efectos secundarios indeseados (deprimir la demanda interna, dañar la reputación del país como destino de inversión, etc.). Hay una tercera opción más aconsejable en la mayoría de casos problemáticos: abordar decididamente las reformas estructurales, de modo que se activen con fuerza los factores de «atracción». Países como India y Brasil son paradigmas del tipo de medidas aconsejables: liberalizar mercados, desindiciar la economía, sanear y modernizar el sector público, etc. Empezar este camino conducirá, de manera tal vez lenta pero sin duda segura, a recuperar los flujos de capitales, lograr la estabilidad financiera y afianzar el progreso económico.

Economías emergentes: flujos de fondos de inversión

Suscripciones (+) / Reembolsos (-) (miles de millones de dólares)



Fuente: IIF, "la Caixa" Research.

FOCUS · BCE: una «política de orientación» poco concreta

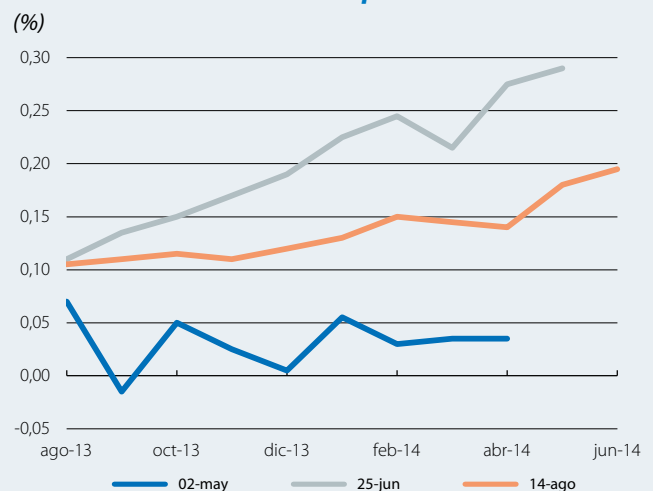
Uno de los mantras más conocidos durante la presidencia de J.C. Trichet al frente del Banco Central Europeo (BCE) era que la institución nunca se comprometía: «*we never pre-commit*», repetía una y otra vez. Pero los tiempos han cambiado. El actual presidente, Mario Draghi, se ha apartado significativamente de esa línea incorporando a la gestión monetaria una herramienta adicional: la «política de orientación» (*forward guidance*). Hay buenas razones para ello.

El principal instrumento de política monetaria (convencional) que posee el BCE es el manejo de los tipos de interés oficiales: subirlos, mantenerlos o bajarlos. Este control sobre los tipos de muy corto plazo le permite afectar, a través de las expectativas, los tipos de medio y largo plazo y, por tanto, influir en el crecimiento económico y la inflación. Sin embargo, en el actual contexto de la eurozona, donde los tipos oficiales se encuentran ya muy próximos a cero, el margen para introducir más estímulos con esta herramienta es muy limitado. Observar que de las reuniones del banco central no emana más que una decisión de «mantener los tipos» puede hacer que los agentes se formen unas expectativas sobre las intenciones del banco emisor distintas a las deseadas por este. Según hemos sabido, ya en mayo el Consejo de Gobierno del BCE detectó que las expectativas de los agentes acerca de la evolución que seguiría la política monetaria se estaban alejando de la senda que la institución contemplaba como adecuada. En consecuencia, el Consejo de Gobierno decidió hacer uso de la «política de orientación». Esta herramienta le permite comunicar al público la senda que la institución pretende seguir en materia de tipos de interés, con el grado de concreción que estime oportuno. El 4 de julio se materializó el anuncio al incluir en el comunicado de política monetaria la frase «el Consejo de Gobierno espera que los tipos de interés del BCE permanezcan en los niveles presentes o más bajos por un periodo extenso». Con ello la institución pretende clarificar su visión de la situación económica y reafirmar el compromiso con la estrategia monetaria expansiva, justo en un momento en el que los tipos de interés de mercado están teniendo presiones alcistas generadas por la Reserva Federal de EE. UU. (Fed).

La pregunta inmediata que surge cuando se conoce la razón por la que el BCE ha introducido este elemento es si ha logrado ser efectivo y creíble. Es cierto que el tiempo transcurrido es corto, pero al analizar la evolución de los tipos *forwards* EONIA se observa que la medida ha tenido el efecto deseado. Es decir, las expectativas de los agentes sobre los tipos de interés futuros han flexionado a la baja, aun cuando la fórmula de orientación haya sido poco concreta. De hecho, a pesar de que este impacto ini-

cial sea el deseado, cabe la posibilidad de que el BCE, al igual que hizo la Fed en agosto de 2011, necesite especificar la fecha en la que prevé comenzar a subir los tipos de interés. En otras palabras, concretar la finalización del «periodo extenso». El beneficio de esto es que se elimina parte de la incertidumbre que rodea a una orientación de carácter cualitativo, lo que facilita anclar los tipos de mercado en el nivel deseado. El coste es que si luego el banco central se comporta de otra manera, su credibilidad puede quedar dañada de forma duradera. Además, a medida que la economía vaya entrando en la fase expansiva del ciclo, los inversores inevitablemente se plantearán una cuestión más elaborada: qué debe acontecer a nivel macroeconómico para que el BCE considere que es el momento adecuado de girar hacia una política menos expansiva. Cuando este tipo de duda se extiende, y a fin de conseguir una claridad adecuada en la orientación, el banco central puede asociar la evolución de la estrategia monetaria al comportamiento de variables económicas consistentes con sus objetivos. La Fed y el Banco de Inglaterra —amparados en un mandato dual que les exige mantener la estabilidad de precios y apoyar el crecimiento— ya han dado este paso, anunciando qué niveles o umbrales de paro e inflación darán inicio a las subidas de tipos. A diferencia de sus homólogos anglosajones, el BCE posee un único mandato estatutario: la estabilidad de los precios. Esto le resta margen de maniobra en materia de «política de orientación», ya que resultaría polémico referirse a variables como la tasa de desempleo. Por ello, no es fácil que el BCE adopte una orientación más precisa mediante el uso de umbrales de variables económicas y, si lo hiciera, estarían referidos, en principio, a la inflación o a las expectativas de inflación.

Eurozona: forwards sobre tipos EONIA



Fuente: Bloomberg.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

Tipos de interés (%)

	30-ago	31-jul	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Repo BCE	0,50	0,50	0	-25	-25
Euríbor 3 meses	0,22	0,23	0	4	-6
Euríbor 12 meses	0,55	0,54	1	0	-27
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,11	0,06	5	-1	10
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,24	0,15	9	28	30
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,86	1,67	19	60	58
Deuda pública a 10 años (España)	4,54	4,65	-11	-72	-231
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	268	298	-30	-131	-288
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0	0
Líbor 3 meses	0,26	0,27	-1	-5	-16
Líbor 12 meses	0,67	0,67	0	-18	-37
Deuda pública a 1 año	0,11	0,10	1	-3	-5
Deuda pública a 2 años	0,40	0,31	9	15	18
Deuda pública a 10 años	2,78	2,58	20	103	124

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	30-ago	31-jul	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	107	100	7	-10	-38
Itraxx Financiero Sénior	150	141	9	9	-90
Itraxx Financiero Subordinado	225	217	8	-10	-183

Tipos de cambio

	30-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,322	1,330	-0,6	0,2	5,0
¥/euro	129,800	130,210	-0,3	-12,6	-24,7
£/euro	0,853	0,875	-2,5	-4,5	-6,8
¥/\$	98,170	97,880	0,3	-12,4	-21,0

Materias primas

	30-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	473,0	468,0	1,1	-2,3	-3,7
Brent (\$/barril)	116,2	108,7	6,9	1,3	-1,8
Oro (\$/onza)	1.395,2	1.325,3	5,3	-16,9	-17,7

Renta variable

	30-ago	31-jul	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.633,0	1.685,7	-3,1	14,5	16,1
Eurostoxx 50	2.721,4	2.768,2	-1,7	4,8	13,2
Ibex 35	8.290,5	8.433,4	-1,7	3,2	13,5
Nikkei 225	13.388,9	13.668,3	-2,0	30,6	53,5
MSCI emergentes	929,5	947,6	-1,9	-11,9	-1,9
Nasdaq	3.589,9	3.626,4	-1,0	18,9	17,0

ECONOMÍA INTERNACIONAL

EE. UU. encara una trayectoria alcista mientras la economía japonesa sigue suscitando dudas. Con todo, los mayores riesgos a la baja se centran en las economías emergentes. Los últimos indicadores de actividad sugieren una cierta mejoría en China, con los precios bajo control. No obstante, en el resto de grandes economías emergentes, el crecimiento es débil y el margen de maniobra para políticas expansivas, escaso. En este contexto, la expectativa de cambio en la orientación de la política de la Fed ha impulsado una continuada salida de capitales de las economías emergentes y, en especial, de aquellas cuyos abultados déficits corrientes las hacen depender excesivamente de la financiación exterior. En particular, India, Turquía, Sudáfrica, Indonesia y Brasil son las que más están acusando ese éxodo de capital, con enormes presiones depreciatorias sobre sus divisas.

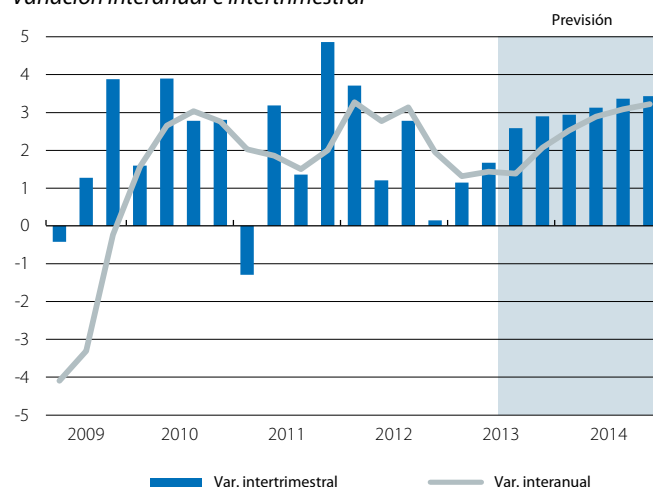
ESTADOS UNIDOS

EE. UU. avanza por una senda de crecimiento modesto pero disminuyen los riesgos a la baja. La primera economía del planeta creció un 2,5% intertrimestral anualizado en el 2T, más de lo esperado. Sin embargo, tras revisarse a la baja el avance de los dos trimestres anteriores (especialmente, por la inversión en infraestructuras y el consumo público), el crecimiento en 2013 parte de un punto más bajo de lo que se creía. Aun así, mantenemos nuestra previsión de crecimiento para el conjunto del año en el 1,6%, puesto que los últimos indicadores de actividad están, en general, sorprendiendo en positivo y apuntan a una segunda mitad más vigorosa. Este vigor halla apoyos en la recuperación del empleo y la vivienda, la mejora patrimonial de los hogares, la reducción de las incertidumbres que lastraron los inicios de 2013 (límite de la deuda y *sequester*) y en un sistema financiero mejorado. Esta senda alcista debe mantenerse en 2014, para el que esperamos un avance del 2,9%. Asimismo, el buen dato del déficit comercial de junio hace que el sector exterior ya no lastre el crecimiento. Los riesgos bajistas se circunscriben a la negociación del límite de la deuda, que se alcanzará en octubre, y al ciclo de existencias, que podría restar crecimiento en los próximos meses.

El mercado laboral ha ido mejorando el tono a lo largo de 2013. En julio, la tasa de paro bajó al 7,4% y, en los últimos 4 meses, se crearon, en promedio, 181.000 puestos de trabajo al mes (vs. 136.000 de junio-septiembre de 2012, cuando empezó el QE3). De mantenerse este ritmo, la tasa de paro objetivo de la Fed (6,5%) podría alcanzarse antes de lo previsto, a mediados de 2014, que es cuando la Fed pretende finalizar la QE3. De todos modos, la recuperación sigue siendo modesta. La tasa de empleo se mantiene anclada en un bajo 58,7% (lejos del 62,9% de enero de 2008) y, al ritmo de creación actual, apenas se acercaría al 61%. De ahí la cautela de la Fed, que ha subrayado que ni reducirá su cartera de activos ni descarta bajar su objetivo de paro, siempre que la inflación siga la actual tónica de moderación, con un índice de precios al consumo subyacente, el gene-

EE. UU.: PIB

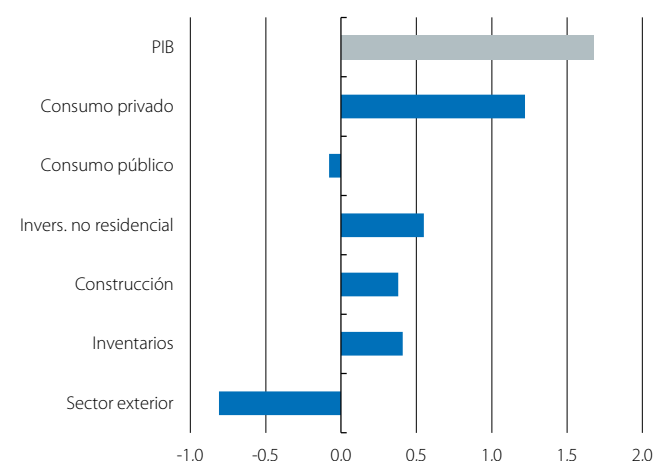
Variación interanual e intertrimestral



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

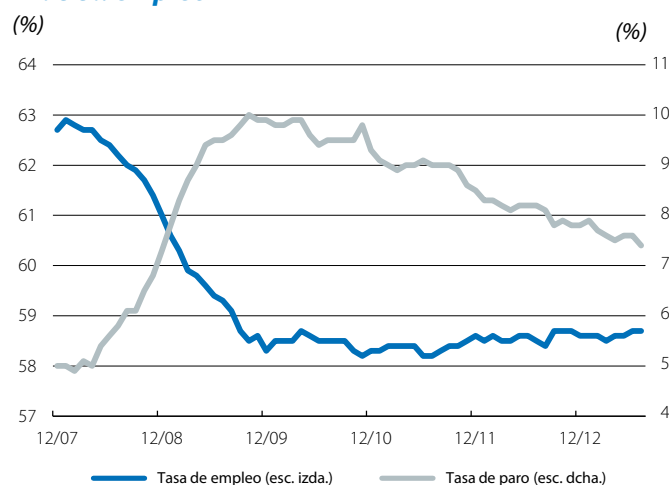
EE. UU.: PIB

Contribución a la variación intertrimestral anualizada (%)



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

EE. UU.: empleo



Nota: Tasa de empleo definida como proporción de ocupados en relación con la población mayor de 16 años.

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

ral sin energía ni alimentos, que, muy probablemente, se mantendrá por debajo del 2,0% en 2014.

El mayor optimismo empresarial se suma a la mejora del mercado laboral mientras el consumo mantiene el tono. En julio, el índice ISM de sentimiento empresarial, tanto en manufacturas como en servicios, alcanzó niveles que se corresponden a avances del PIB en torno al 4%. Ello, junto con unos beneficios empresariales que siguen robustos y al potencial de mejora de una inversión que, hasta ahora, se está recuperando más lentamente que en crisis anteriores auguran un mejor tono inversor en la segunda mitad de 2013. Por su parte, el consumo privado retrocedió menos de lo esperado en el 2T, hallando soporte en la mejora patrimonial de los hogares y en una tasa de ahorro que, en junio, se situó en el 4,4% de la renta disponible —por debajo del 6,0% de principios de año y alejando el escenario de un exceso de precaución de los consumidores que lastraría el crecimiento—. La evolución de ventas minoristas y confianza del consumidor apuntan a una continuidad de este vigor relativo.

La inversión residencial también seguirá contribuyendo al crecimiento, a pesar del repunte de tipos hipotecarios. A la construcción le queda camino por recorrer (las viviendas iniciadas de julio seguían un 41,2% por debajo de niveles normales). Asimismo, halla apoyo en el gradual restablecimiento de la formación de hogares tras el parón de la crisis, y en la menor sobreoferta de inmuebles. Ese fondo de fortaleza puede verse en la mejora del índice de la National Association of Home Builders (NAHB), que recoge la tendencia actual y futura de las ventas.

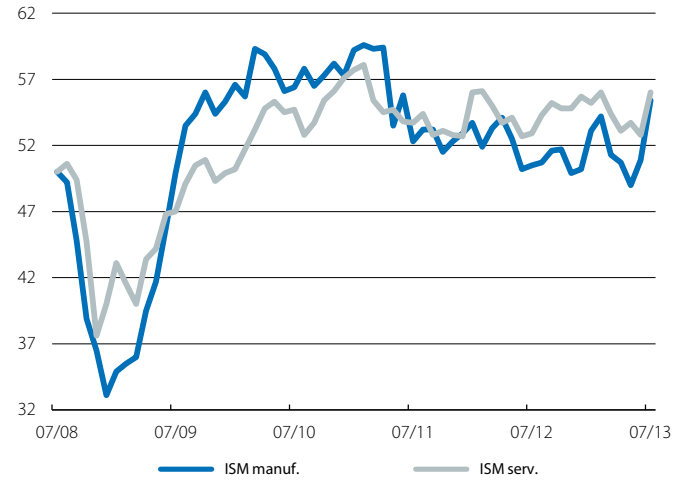
JAPÓN

El crecimiento del PIB del 2T decepcionó, pero su descomposición por componentes da cierto soporte al Abenomics. El PIB creció un 2,6% intertrimestral anualizado, un 0,9% interanual, lo que implica una rebaja mínima en nuestra previsión de avance para el conjunto de 2013, que queda en el 1,7%. El componente inversor concentró todos los males del dato: la inversión productiva sigue sin reaccionar al alza tras 5 trimestres de retrocesos, la inversión pública repuntó menos de lo esperado y el ajuste de existencias sustrajo un punto porcentual de crecimiento. En contrapartida, componentes clave como consumo privado y exportaciones se mostraron vigorosos gracias a los estímulos públicos y a la debilidad del yen, respectivamente.

La relativa debilidad del crecimiento del 2T puede retrasar la consolidación fiscal. La deuda pública (238% del PIB en 2012, según el FMI) obliga a establecer una trayectoria creíble de consolidación fiscal en la que se enmarca la subida prevista del IVA (5 puntos porcentuales en abril de 2014), de los más bajos entre las economías ricas. No obstante, la relativa decepción del PIB, una deflación que no acaba de desaparecer del todo y una producción industrial que, en junio, perdió todo lo ganado en el corriente, aumentan la probabilidad de que Shinzo Abe reconsidere esta subida impositiva, mitigándola o compensándola con estímulos al consumo, especialmente en las

EE. UU.: indicadores de actividad

Índice



Fuentes: ISM y "la Caixa" Research.

Índice de ventas de viviendas (*)

Nivel

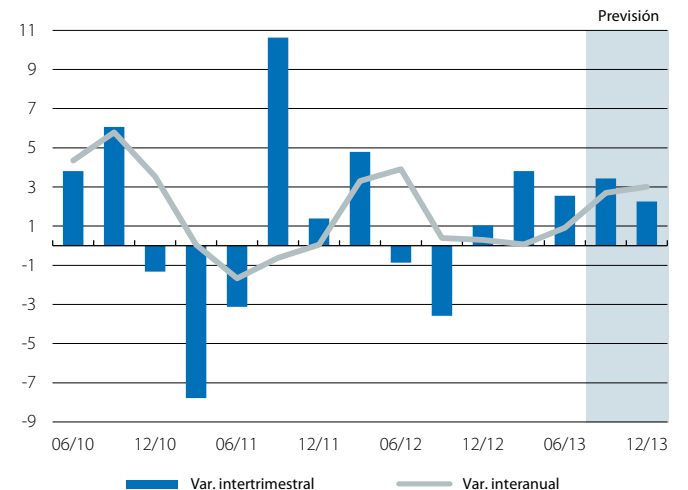


Nota: (*) Índice NAHB National Association of Home Builders.

Fuentes: NAHB y "la Caixa" Research.

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y "la Caixa" Research.

rentas bajas, lo que apoya nuestra previsión de crecimiento para 2014 (2,0%).

El éxito a largo plazo del Abenomics sigue en el alero, ya que las reformas estructurales procrecimiento siguen sin concretarse: liberalización del sector agrícola, medidas que limiten el excesivo ahorro de las empresas, aumento de salarios e impulso de la participación laboral femenina.

ECONOMÍAS EMERGENTES

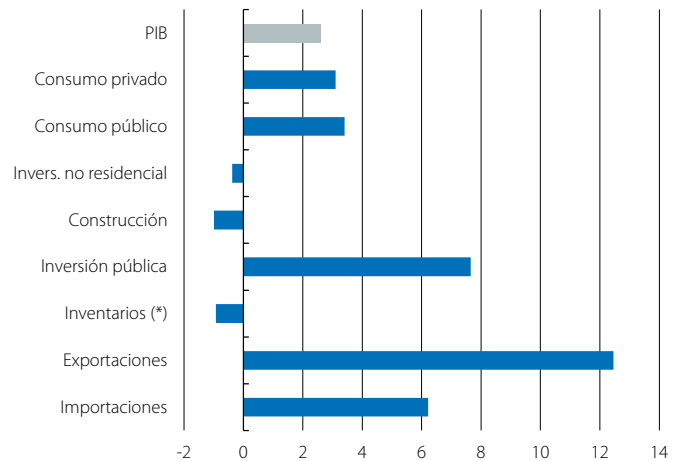
En China repunta la actividad, pero persisten riesgos. La industria presentó un mejor tono, con una producción industrial que avanzó un 9,7% interanual en junio y un PMI preliminar manufacturero que pasó de 47,7 a los 51,1 puntos en julio. Asimismo, el sector exterior sorprendió al alza tanto en exportaciones como, especialmente, en importaciones, lo que sugiere cierta recuperación de la demanda interna. Con todo, persisten los riesgos derivados del elevado precio de la vivienda así como del endeudamiento de los gobiernos locales y de ciertos segmentos del sector privado, vinculados al incremento del sector financiero no regulado (*shadow banking*).

México decepciona en el 2T con su primer retroceso en 4 años. El PIB cedió un 0,7% intertrimestral, dejando el avance interanual en un magro 1,5% interanual (0,3% ajustado por efectos de calendario), debido, en gran medida, al estancamiento de la actividad industrial —estrechamente ligada a EE. UU.—, y a la contención del gasto público. El tono debe mejorar, empero, en la segunda mitad del año, espoleado por la recuperación estadounidense. A largo plazo, el panorama es también alentador, pues se estima que el crecimiento del PIB potencial podría aumentar entre 2 y 2,5 puntos porcentuales gracias al plan de reformas estructurales iniciado en 2012. La reforma energética, ya sobre la mesa, se anticipa particularmente trascendental. Al abrir la puerta a la inversión privada (actualmente, la extracción de hidrocarburos está exclusivamente en manos de la empresa pública PEMEX), pretende impulsar la modernización y mejora de las infraestructuras extractivas de petróleo. Ello permitiría reducir costes y potenciar la continuidad de una producción que se ha reducido significativamente en los últimos años y que aún proporciona un tercio de los ingresos fiscales. Políticamente, el proceso no se anticipa fácil, ya que exige cambiar la constitución y toca un tema muy sensible para el país, pero el clima proreforma impulsado por el «Pacto por México» invita al optimismo.

India avanza un 4,4% en el 2T y Brasil, un 3,3%. A pesar de la sorpresa positiva del PIB brasileño, los significativos desequilibrios macroeconómicos y la parálisis en las reformas estructurales siguen generando dudas en el ritmo de avance de ambos países. Asimismo, se han amplificado las tensiones financieras que afrontan desde que la Fed avanzó el fin del QE3, con continuadas salidas de capitales y sendas depreciaciones de la rupia y del real (24% y 19% respecto al dólar desde mayo). Los bancos centrales de ambos países han reaccionado con medidas para frenar el deterioro, incluida una cuarta subida de tipos consecutiva por parte de Brasil, con ciertos indicios de éxito.

Japón: PIB

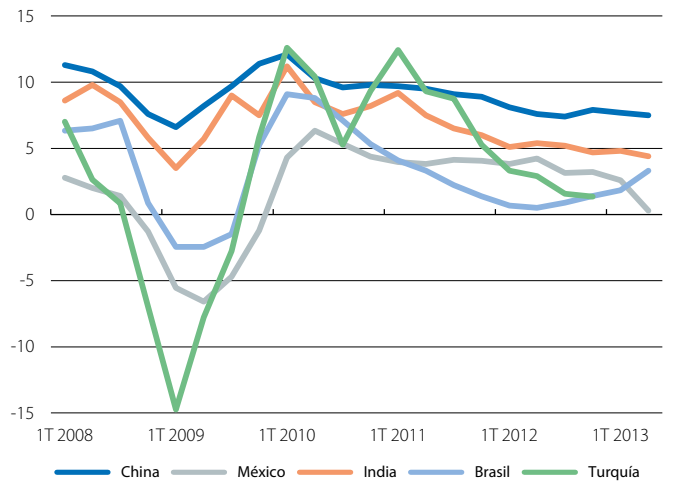
Variación intertrimestral anualizada (%)



Nota: (*) Inventarios, contribución a la variación interanual del PIB.
Fuentes: Ministerio de Comunicaciones y "la Caixa" Research.

Economías emergentes: PIB

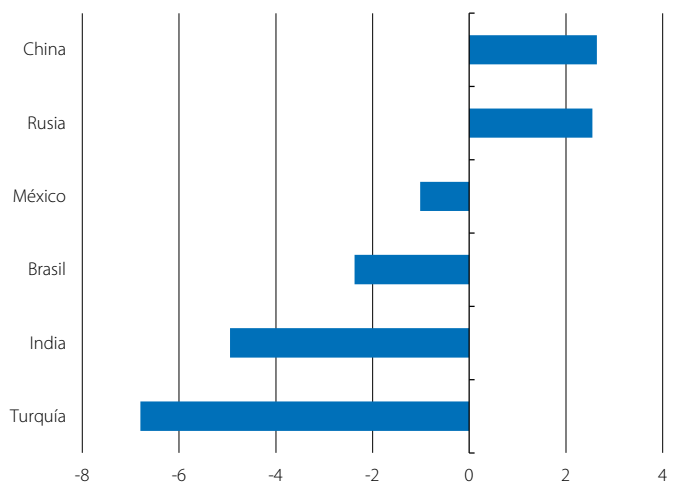
Variación interanual (%)



Fuente: Thomson Reuters Datastream.

Economías emergentes: cuenta corriente

Balanza por cuenta corriente (previsión 2013; % del PIB)



Fuente: FMI (WEO, abril 2013).

FOCUS · Estados Unidos: un PIB mayor y más al día

El pasado 31 de julio, la Oficina de Análisis Económico de EE. UU. (BEA) publicó las estimaciones del PIB del segundo trimestre incluyendo la habitual revisión de los datos de los últimos años. Pero, esta vez, hizo algo más, algo que hace cada cinco años: una revisión exhaustiva de la serie de PIB que incorpora el último censo económico (2012) y las nuevas tablas *input-output* de referencia (2007) pero que, además, introduce cambios metodológicos significativos y actualiza el año base (de 2005 a 2009).

Estos cambios, que se aplicaron a toda la serie desde 1929, resultan, en promedio, en una revisión al alza del nivel de PIB. En 2012, la cifra aumenta en 560.000 millones de dólares (+3,6%); para hacernos una idea, equivaldría a haberle sumado toda la economía sueca y algo más. La principal novedad está en la contabilización de la inversión en equipo, que explica dos tercios del incremento. Siguiendo las nuevas recomendaciones de estándares de cuentas nacionales de la ONU, NSA 2008, el antiguo epígrafe Equipo y Software (7,2% del PIB de 2012) se desdobra en Equipo (6,0% del PIB) y Bienes de Propiedad Intelectual (es decir, inversión en intangibles, 3,9% del PIB). Los Bienes de Propiedad Intelectual incluyen software y exploración minera (antes ya incluidos en Equipo y Software) pero, además, incorporan I+D y originales artísticos (espectáculos, literarios, etc.), antes considerados bienes intermedios. El gasto gubernamental, al incluir el I+D de las entidades públicas, también aumenta (104.000 millones en 2012).

El resto del incremento se debe a mejoras estadísticas en la contabilización de servicios (en particular, los bancarios) y al cambio de criterio en la contabilización de algunos planes de pensiones (los de prestaciones definidas) que pasan a contabilizarse según el criterio de devengo y no por el criterio de caja —este cambio también acarrea una revisión de la serie de renta disponible (+2,3% en 2012)—.

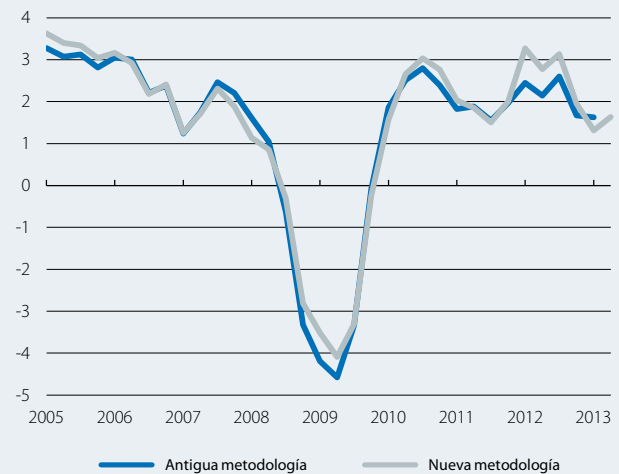
La inclusión de los Bienes de Propiedad Intelectual como inversión no solo modifica el nivel de PIB, sino también el crecimiento. Al estar dichos bienes íntimamente ligados a la innovación —son un dinamizador del crecimiento económico y de la productividad—, su crecimiento secular es superior al del resto de la economía, por lo que el crecimiento promedio del PIB desde 1929 pasa de 3,2% a 3,3%. Asimismo, el deflactor de precios del PIB es inferior ya que el crecimiento del precio de los intangibles, que tienen un importante contenido tecnológico, ha sido inferior al del resto de bienes. Así, entre 2000 y 2012, el deflactor del PIB subió un 28% mientras que el de los Bienes de Propiedad Intelectual lo hizo un 7%.

Más a corto plazo, el nuevo PIB revela una recesión algo menos profunda de lo que mostraba el cálculo anterior y

una recuperación algo más sólida, con un crecimiento para el conjunto de 2012 que pasa del 2,2% al 2,8%. Las ratios de ahorro y deuda también mejoran: gracias al mayor PIB. El déficit público de 1T 2013 pasa del 6,7% al 5,2% del PIB y, en el mismo periodo, la deuda pública bruta baja del 104,8% a 101,4% del PIB. Por otra parte, una mayor renta disponible resultó en un ahorro de los hogares en 1T 2013 del 4,0% de dicha renta, netamente por encima del 2,5% previamente estimado.

Crecimiento del PIB

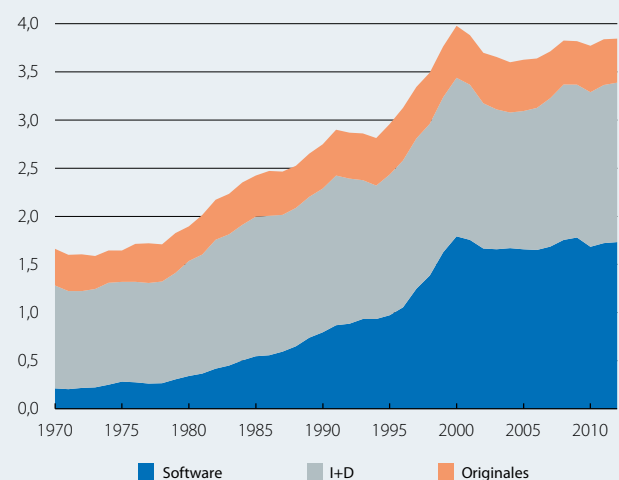
Variación interanual (%)



Fuentes: BEA y "la Caixa" Research.

Peso de la inversión en intangibles

(% del PIB)



Fuentes: BEA y "la Caixa" Research.

FOCUS · China: con menos prisa, pero sin pausa

La economía china ha pasado de crecer en torno al 10% anual a tasas ligeramente inferiores al 8%. Aun tratándose de una cifra elevada, la mera pérdida de los dos dígitos, junto a la debilidad de los indicadores en el tramo final del 2T y el reciente giro restrictivo de la política crediticia han reavivado los temores de aterrizaje brusco del gigante asiático. ¿Hasta qué punto son fundados?

El éxito económico reciente se ha cimentado en la explotación de las ventajas competitivas que ofrecía una abundante fuerza de trabajo, magnificadas por una política económica claramente sesgada a favor de la inversión/exportación. Sin embargo, todo parece indicar que tanto dicha política como el modelo que defendía estarían agotando su recorrido. Factores coyunturales aparte, la ralentización estructural de la economía china se atribuye a tres determinantes clave: (1) la voluntad gubernamental de fomentar un crecimiento más equilibrado, con un mayor peso del consumo interno y desmantelando progresivamente las palancas a favor del sector exportador e introduciendo reformas que impulsen el gasto interno; (2) la ralentización natural, por el efecto *catch-up*, de una economía cada vez menos distante de sus homólogas avanzadas; y (3) una demografía estancada por la política de un solo hijo introducida en 1979.

Para obtener una primera estimación de cómo dichas tendencias impactarán sobre el crecimiento económico, realizamos una simple descomposición contable de dicho crecimiento entre sus principales motores de avance: aumento del empleo, acumulación de capital físico y humano, y cambios tecnológicos (o productividad)⁽¹⁾. Empezando por la productividad, aunque no creemos que repita el techo de 4 p. p. de los noventa, seguimos previendo una contribución significativa al crecimiento (en torno a 2,8 p. p. en promedio entre 2013-2020), impulsada por el trasvase de empleo del sector agrícola a sectores de mayor valor añadido y por las reformas estructurales en curso o anunciadas hacia una economía «más de mercado»⁽²⁾.

En lo que respecta a la acumulación de capital humano —con una tasa de matriculación en enseñanza universitaria muy por debajo aún de la de sus vecinos asiáticos más avanzados—, el recorrido al alza es sustancial, pudiendo llegar a más que duplicar su contribución al crecimiento hasta los 1,2 p. p. En cuanto a la acumulación de capital físico, si bien tenderá a perder fuelle tanto por el efecto *catch-up* como por el deliberado cambio de modelo, seguirá apoyando significativamente al crecimiento: suponiendo un crecimiento inversor del 7% (14% en los 2000), su contribución rondaría los 3,1 p. p.

(1) Véase, «El crecimiento de China: ¿de qué fuentes bebe el gigante asiático?», Documentos de Economía "la Caixa", julio 2010.

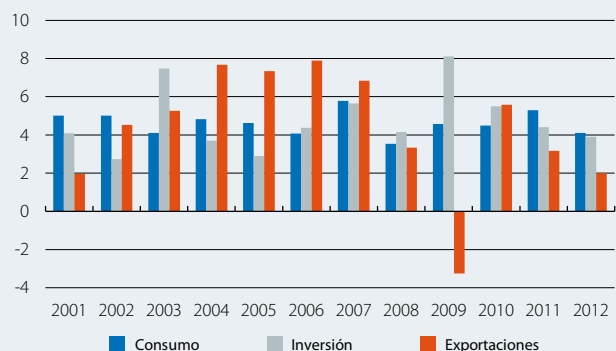
(2) Destacan la reforma del sistema financiero y la mayor liberalización de los mercados de capital, la flexibilización del tipo de cambio y la reforma del registro *hukou*.

Por último, la evolución del empleo es la que presenta una dinámica más adversa para el crecimiento, aunque su impacto se prevé limitado (-0,1 p. p.). Por un lado, la laxitud con la que se aplicó la política de un solo hijo durante los 80-90 augura un impacto muy gradual; por otro, el retroceso de la fuerza laboral se verá mitigado por la progresiva flexibilización de la movilidad de trabajadores, que facilitará el trasvase de población de las zonas rurales a urbanas. Por todo ello, situamos el crecimiento promedio de la economía en los próximos años más cerca del 7% que del 10%.

En definitiva, a pesar de la desconfianza que genera la ralentización económica en el corto plazo, el Gobierno chino muestra una férrea determinación de cambio hacia un modelo menos distorsionado y más sostenible. Un proceso que no tiene por qué ser traumático si se prima la gradualidad y una serie de reformas clave para mantener tasas de avance razonables. Estas incluyen: cambios hacia más economía de mercado para espolear la productividad; mejoras educativas para impulsar el capital humano; facilitar el trasvase campo-ciudad; reforzar la protección social para promover el consumo; y minimizar riesgos financieros. La gradualidad, tanto en la retirada de los estímulos desplegados desde 2008 como en el desmantelamiento de las palancas asociadas al modelo anterior, también es esencial para atajar riesgos en el corto plazo y dar tiempo a que las reformas den sus frutos.

Motores del crecimiento chino

Contribución al crecimiento (puntos porcentuales)



Fuentes: Oficina Nacional Estadística, IIF y "la Caixa" Research.

Contabilidad del crecimiento – Simulación

	2000-2012	2013-2020
	Aportación al crecimiento (p. p.)	
PIB	10,0	7,0
Acumulación factores	7,0	4,2
Capital físico	6,3	3,1
Fuerza laboral	0,8	1,1
Empleo	0,3	-0,1
Capital humano	0,5	1,2
Productividad (PTF)	3,0	2,8

Nota: PTF: productividad total factores; véase documento en la nota (1) para un mayor detalle en los supuestos. Fuente: "la Caixa" Research.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

ESTADOS UNIDOS

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13
Actividad								
PIB real	1,8	2,8	3,1	2,0	1,3	1,6	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,4	4,9	4,6	4,4	3,7	4,1	3,9	...
Confianza del consumidor (valor)	58,1	67,1	65,0	70,4	62,8	75,1	81,0	81,5
Producción industrial	3,4	3,6	3,3	2,8	2,4	1,8	1,4	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,2	51,7	50,9	50,6	52,9	50,2	55,4	...
Viviendas iniciadas (miles)	612	783	781	896	957	872	896	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	140	141	142	145	150	157	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,9	8,1	8,0	7,8	7,7	7,6	7,4	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	58,6	58,5	58,7	58,6	58,6	58,7	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-3,6	-3,3	-3,4	-3,3	-3,1	-3,0	...	...
Precios								
Precios de consumo	3,2	2,1	1,7	1,9	1,7	1,4	2,0	...
Precios de consumo subyacente	1,7	2,1	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	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13
Actividad							
PIB real	-0,6	2,0	0,4	0,3	0,1	0,9	-
Confianza del consumidor (valor)	37,7	40,0	40,1	40,0	44,1	44,8	43,6
Producción industrial (valor)	-2,6	0,2	-3,7	-6,3	-6,5	-3,1	0,2
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-1,3	-5,0	-3,0	-12,0	-8,0	4,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,6	4,4	4,3	4,2	4,2	4,0	3,8
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-0,6	-1,4	-1,3	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0
Precios							
Precios de consumo	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,6	-0,3	0,7
Precios de consumo subyacente	-1,0	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1

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	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13
Actividad							
PIB real	9,3	7,8	7,4	7,9	7,7	7,5	-
Ventas al por menor	17,1	14,3	13,6	14,9	12,3	12,5	13,2
Producción industrial	13,7	10,0	9,1	10,0	9,6	9,1	9,7
PMI manufacturas (oficial) (valor)	51,4	50,8	49,7	50,5	50,5	50,5	50,3
Sector exterior							
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	154	231	196	231	274	272	264
Exportaciones	20,2	8,0	4,5	9,5	18,4	3,9	5,1
Importaciones	25,0	4,3	1,4	2,8	8,3	5,0	10,9
Precios							
Precios de consumo	5,4	2,7	1,9	2,1	2,4	2,4	2,7
Tipo de interés de referencia ⁽²⁾ (valor)	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,5	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

La eurozona abandona la recesión tras anotar la primera tasa de crecimiento intertrimestral positiva desde 3T 2011. El avance del PIB de 2T 2013 no fue despreciable, del 0,3% concretamente, y fue generalizado a la mayoría de países. Alemania y Francia, con unos avances del 0,7% y 0,5% respectivamente, sorprendieron a la mayoría de analistas y lideran el proceso de recuperación. En los países periféricos los registros también mejoraron respecto a los trimestres anteriores. Destaca Portugal, con un avance del 1,1%. En muchos casos, los buenos datos de crecimiento se deben a factores temporales. En Alemania, por ejemplo, el mal tiempo jugó en contra en el 1T y ahora ha tenido un papel destacado en positivo. La velocidad de crecimiento, por lo tanto, probablemente será algo inferior en los próximos trimestres, pero de todas formas las dinámicas de fondo parecen bien encauzadas y, si no hay sorpresas de última hora, el proceso de recuperación debería continuar con paso firme.

La mejora de la actividad gana impulso en el 3T. El índice PMI compuesto de la eurozona, uno de los mejores indicadores avanzados de actividad, ha superado la barrera de los 50 puntos este verano, cifra a partir de la cual la tasa de crecimiento del PIB suele ser positiva. La mejora está siendo generalizada en los principales subcomponentes del índice: el de servicios alcanzó los 50 puntos en agosto, y el de manufacturas, que ya lo hizo en julio, en agosto siguió avanzando. La mejora de la actividad también está avalada por otros indicadores, como el índice de producción industrial o el índice de confianza de la industria, ambos con una clara tendencia positiva. Sin embargo, las diferencias entre países siguen siendo muy notables. Alemania continúa destacando en positivo: el índice PMI, que ya era uno de los más elevados de la eurozona, avanzó con fuerza en agosto y anotó el valor más alto de los últimos 7 meses. En Francia, en cambio, a pesar de los buenos datos de crecimiento de 2T 2013, la evolución de los distintos indicadores de alta frecuencia no permite ser tan optimistas. El índice PMI, por ejemplo, retrocedió en agosto y sigue ofreciendo dudas de la capacidad de recuperación de la economía gala.

El consumo también se suma al proceso de recuperación. Hasta ahora, el consumo ha sido uno de los principales frenos de la actividad, con tasas de crecimiento claramente inferiores a las del PIB. En 2012, por ejemplo, el consumo de los hogares cayó un 1,3%, 0,8 p. p. más que el PIB. En este sentido, la mejora que presentan los distintos indicadores relativos al 2T y 3T es muy alentadora. La tendencia positiva iniciada por el índice de confianza del consumidor desde principios de año se ha ido consolidando durante los últimos meses. Los fuertes avances que se han producido recientemente han situado el índice en niveles de julio de 2011, antes de la recaída de la eurozona. Las ventas minoristas también ilustran la mejora del consumo de los hogares, con un avance intermensual promedio durante el 1T del año del 0,2%.

La inflación, como el consumo, cambia de tendencia pero se mantiene en niveles moderados de momento. Tras alcanzar

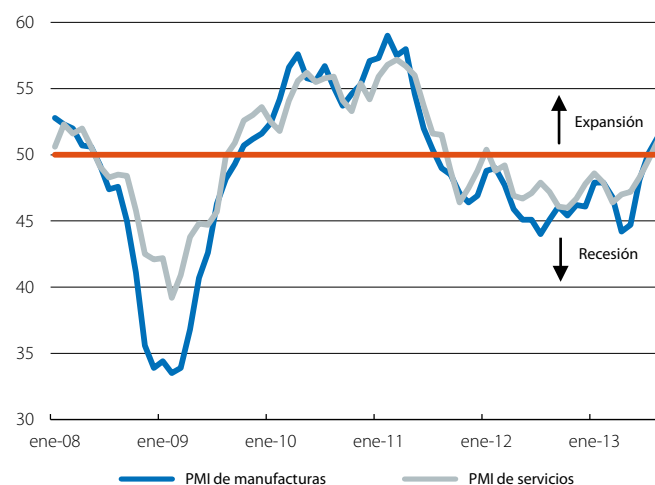
PIB

País	Crecimiento intertrimestral		Crecimiento interanual	
	1T	2T	1T	2T
Eurozona	-0,3	0,3	-1,1	-0,7
Alemania	0,0	0,7	-0,3	0,5
Francia	-0,2	0,5	-0,5	0,3
Italia	-0,6	-0,2	-2,3	-2,0
España	-0,4	-0,1	-2,0	-1,6
Portugal	-0,4	1,1	-4,1	-2,0
Grecia			-5,6	-4,6
Irlanda	-0,6		-1,0	

Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Eurozona: indicadores de actividad

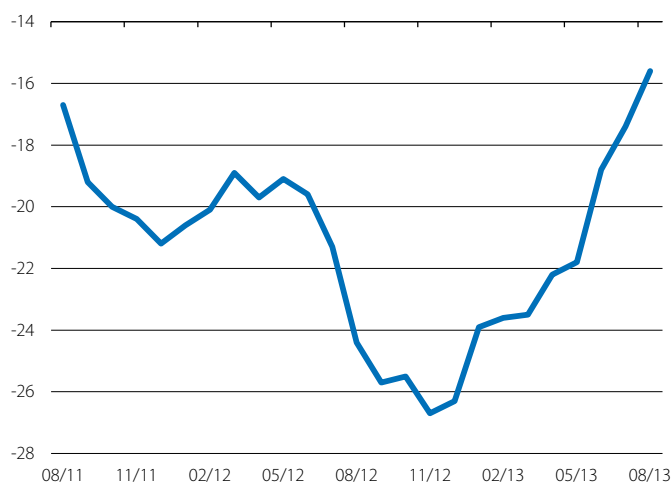
(Índice)



Fuentes: Markit y "la Caixa" Research.

Eurozona: confianza del consumidor

(Índice)



Fuentes: Comisión Europea y "la Caixa" Research.

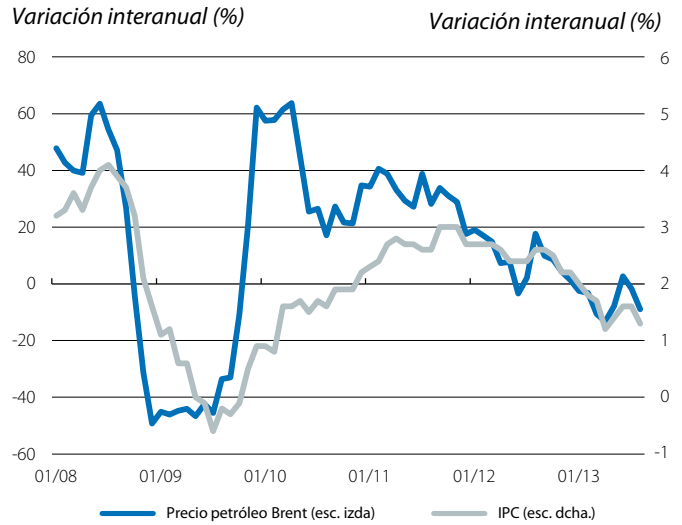
valores del 3% a finales de 2011, la inflación mantuvo una tendencia claramente bajista hasta abril de este año, momento en el que tocó fondo, con un registro del 1,2%. Desde entonces, los movimientos han sido ligeramente al alza reflejando, en parte, el incipiente cambio de tono del consumo, pero sin que ello haga pensar en que se pueda poner en peligro el objetivo de inflación del BCE. En agosto la tasa de inflación para el conjunto de la eurozona se situó en el 1,3%. Los riesgos al alza, sin embargo, han aumentado. La escalada de las tensiones políticas en oriente medio, y en Siria en particular, han llevado el precio del petróleo de calidad Brent a cerca de los 90 euros por barril. Desde junio el aumento ya supera el 10%. Naturalmente, si estos registros se consolidan o todavía van a más, ello acabará repercutiendo en la tasa de inflación. Precisamente, el pico de inflación que se produjo en 2011 antes comentado, con registros que alcanzaron el 3,0%, fue en gran medida producido por el alza del precio del petróleo: tasas de variación interanual que superaron durante varios meses el 30% y que lo situaron por encima de los 90 euros por barril.

El BCE se siente cómodo con los tipos de interés bajos. En tan solo un año, el giro que ha hecho la política monetaria ha sido de 180 grados. A pesar de que los síntomas de recaída eran evidentes en abril de 2011, el entonces gobernador de la máxima autoridad monetaria, Jean-Claude Trichet, subió el tipo de interés 0,25 puntos básicos, repitiendo el error cometido en 2008. Como era habitual en sus ruedas de prensa, no dio ninguna pista del curso que seguiría la política monetaria en el futuro con unas palabras que con el tiempo se han hecho célebres: «we never pre-commit». Desde que Mario Draghi ha tomado las riendas del BCE, en noviembre de 2011, los tipos de interés han bajado hasta mínimos históricos, el tipo REPO está en el 0,5%, y ahora, además, ha anunciado que los mantendrá en este nivel, o incluso por debajo, durante un largo periodo de tiempo (véase Focus «BCE: una política de orientación poco concreta» para una discusión más extensa).

La estabilización del mercado laboral reafirma el cambio de tono del conjunto de la economía. La tasa de paro de la eurozona, que había aumentado de forma continuada desde 2008 (a excepción de una ligera disminución en 1T 2011), se ha estabilizado durante los últimos meses: se ha mantenido en el 12,1% de marzo a julio. Aunque todavía es pronto para observar reducciones en la tasa de paro, normalmente esto se produce cuando el crecimiento económico se encuentra en una fase más avanzada, el índice de expectativas de contratación del sector industrial ya muestra claros síntomas de mejora: en julio se situó en los -10,5 puntos, un máximo desde julio de 2012. Además, la tendencia del índice ha sido positiva desde principios de año, aumentando durante los últimos cuatro meses de forma consecutiva. A pesar de que la relación entre el índice de expectativas de contratación y la tasa de paro no es perfecta, la relación entre ambas series es muy estrecha, por lo que estos registros son ciertamente esperanzadores.

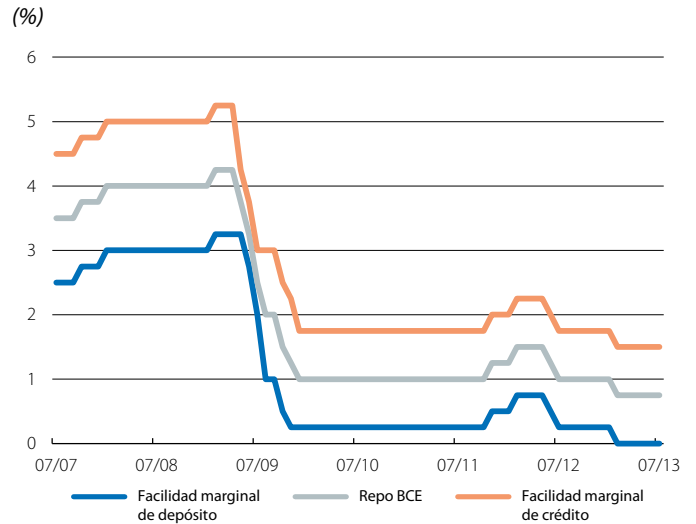
Los primeros síntomas de mejora también llegan al crédito. La encuesta trimestral de crédito bancario del BCE ofrece noti-

Eurozona: precios del consumo y del petróleo



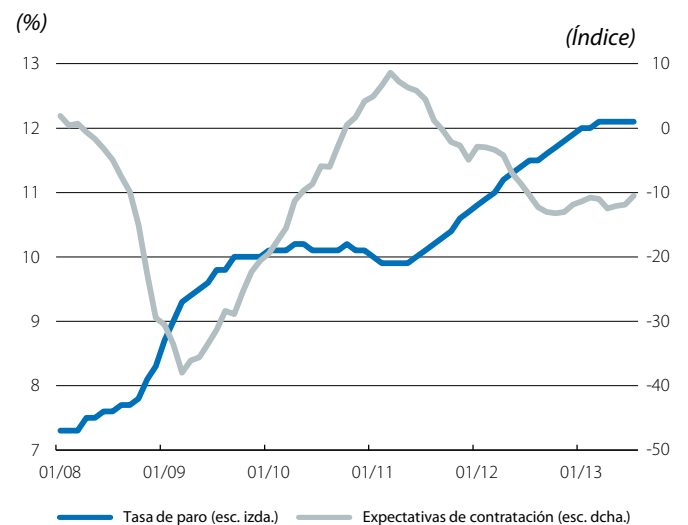
Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters Datastream y "la Caixa" Research.

Eurozona: tipos de interés



Fuentes: BCE y "la Caixa" Research.

Eurozona: indicadores del mercado laboral



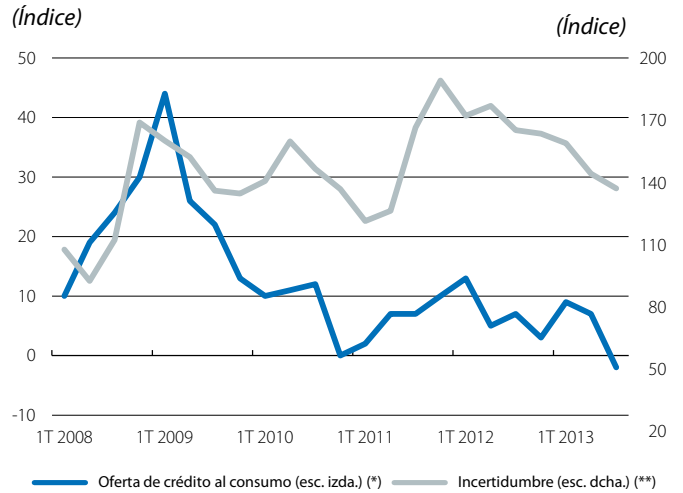
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y "la Caixa" Research.

cias alentadoras: la mejora de la oferta de crédito es generalizada a los distintos sectores de la economía. Llama la atención la mejora que se ha producido en el crédito al consumo, la primera desde el inicio de la recesión. En gran medida, esto se debe a la disminución de la incertidumbre macroeconómica y a la reducción de la volatilidad en los mercados financieros. Dado que el recorrido a la baja es todavía amplio en este sentido, es de esperar que a medida que esta tendencia se vaya consolidando, junto con la confirmación de la mejora de la actividad, la mejora de la oferta de crédito también irá adquiriendo protagonismo.

El sector exterior, el aliado fiel de la recuperación. Los datos de la cuenta corriente de 2T 2013 muestran una nueva mejora del sector exterior. El superávit de la zona del euro sigue aumentando gracias a la buena evolución de los ingresos (1,7%, interanuales) y a la disminución de los gastos (-2,6%). Una de las claves de esta mejora es la evolución del saldo de bienes. Este anotó un máximo histórico de 153.000 millones, el 1,6% del PIB, y sigue aumentando de forma continuada desde finales de 2011 (véase Focus «Mejora en la cuenta corriente de la eurozona: ¿cíclica o estructural?» para una discusión más detallada).

El riesgo de tormenta se ha reducido, pero siguen habiendo nubes en el horizonte. Los datos de crecimiento de 2T 2013 han sido mejores de lo esperado y los indicadores de actividad y confianza apuntan a una continuidad de esta mejora. No obstante, los factores que podrían hacer que el proceso de recuperación vuelva a descarrilar no son menores. El impacto que puede tener la desaceleración de los principales países emergentes, como Brasil, China o India, sobre las exportaciones puede no ser despreciable. De momento, sin embargo, los datos de comercio exterior de la eurozona son esperanzadores. A pesar de la tendencia decreciente que muestra el crecimiento de las exportaciones en los principales países emergentes, el comercio con los países desarrollados empieza a ganar impulso. Esto, por ahora, está permitiendo que en conjunto las exportaciones mantengan un buen tono. Otro factor clave será el resultado de las elecciones federales que se celebrarán en Alemania el 22 de septiembre. Según los distintos sondeos, la victoria de la actual canciller, Angela Merkel, parece muy probable, pero lo que no está tan claro es si podrá gobernar manteniendo la actual alianza con el partido liberal, el FDP, o si deberá buscar soluciones alternativas. En cualquier caso, el liderazgo que Alemania ha tomado en el proceso de construcción europeo es improbable que se diluya o cambie de rumbo. Finalmente, también debemos seguir de cerca los progresos que se hagan en materia de política económica en los países periféricos. En Italia, el nuevo primer ministro, Enrico Letta, todavía tiene que demostrar su capacidad de liderazgo; en Grecia la posibilidad de un nuevo rescate en vez de haberse reducido ha ganado enteros; y, en Portugal, la troika tiene que dar el visto bueno a los progresos hechos en el programa de ajustes y reformas tras haber suspendido la visita de junio.

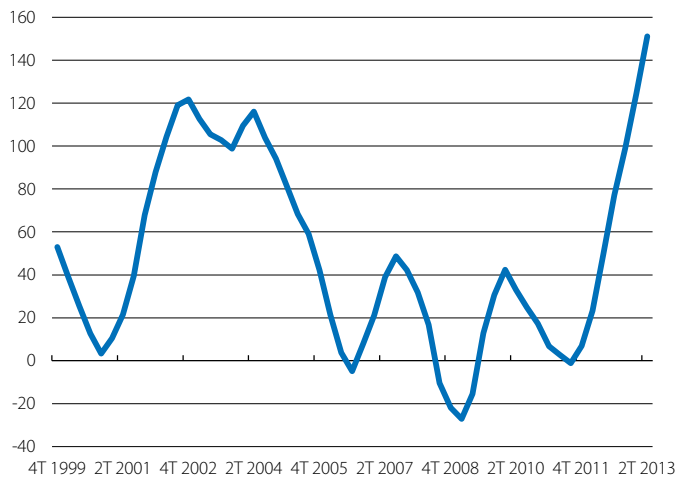
Eurozona: oferta de crédito e incertidumbre



Nota: (*) Una caída indica una relajación de las condiciones crediticias. (**) Índice que mide la incertidumbre acerca del curso futuro de la economía. **Fuentes:** BCE, Baker et al. (2012) y "la Caixa" Research.

Eurozona: saldo de la balanza de bienes

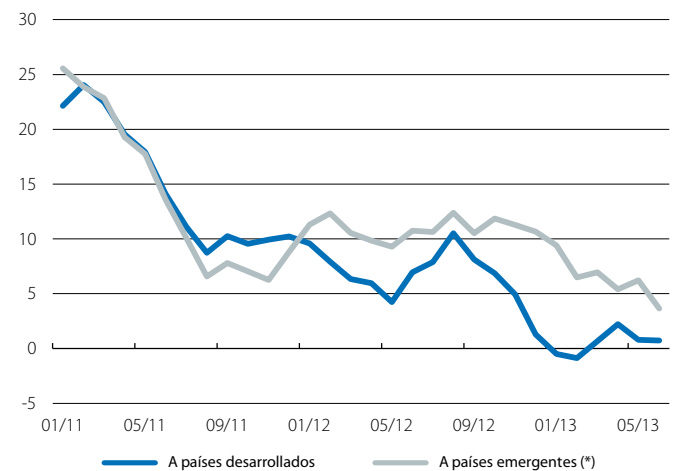
Acumulado 12 meses (miles de millones de euros)



Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Eurozona: exportaciones

Variación interanual, promedio 3 meses (%)



Nota: (*) África, América Latina, Asia (menos Japón), Rusia y Turquía. Desarrollados los otros. **Fuentes:** ECB y "la Caixa" Research.

FOCUS · Portugal en el punto de mira

Portugal ha vuelto al punto de mira de los mercados. La sentencia del Tribunal Constitucional anulando importantes medidas de ajuste, y la impopularidad de las nuevas medidas que se han tenido que tomar para mantener el compromiso con el objetivo de déficit han desgastado la coalición de gobierno. La dimisión del ministro de Finanzas, V. Gaspar, aludiendo a la incapacidad de aplicar el programa de ajustes, fue el detonante de una crisis de gobierno que se ha cerrado, pero que ha dañado uno de los principales elementos sobre los que se apoyaba la confianza de los inversores: el compromiso de la clase política portuguesa con el programa de reformas.

Los temores a un nuevo rescate han reaparecido. Incluso la posibilidad de que sea necesario aplicar quitas a la deuda portuguesa, evento que parecía lejano a principios de año, ha vuelto a planear. El aplazamiento a septiembre de la revisión trimestral que la troika hace de los progresos en el programa de ajustes y reformas y, en consecuencia, del desembolso del nuevo tramo de ayuda, no ha hecho más que aumentar la incertidumbre. De todas formas, las necesidades de financiación del Gobierno lusitano parecen controladas. La extensión de los créditos del MEDE y el MEEF ha suavizado el perfil de vencimientos y las emisiones de deuda durante el primer semestre de 2013 ya han cubierto las necesidades de financiación a medio y largo plazo para este año. Además, la ejecución presupuestaria hasta junio muestra cierto ajuste del déficit respecto al pasado año, por lo que, aunque quizás no se consigue el objetivo fijado para este año (del 5,5% del PIB frente al 6,4% en 2012), la desviación probablemente será menor.

Este episodio, además, no debería ocultar los importantes progresos que la economía portuguesa ha hecho durante los últimos trimestres. Sin ir más lejos, el avance del PIB de 2T 2013, del 1,1% intertrimestral, sorprendió positivamente. Este ritmo de crecimiento es difícil que se pueda mantener, pero los indicadores adelantados de 3T 2013 apuntan a que el periodo de inestabilidad política no ha pasado factura sobre el proceso de recuperación. Además, la incipiente mejora de la actividad en el resto de países europeos ofrecerá un soporte adicional a una economía que está contando con un importante apoyo del sector exterior para amortiguar la caída de la demanda interna.

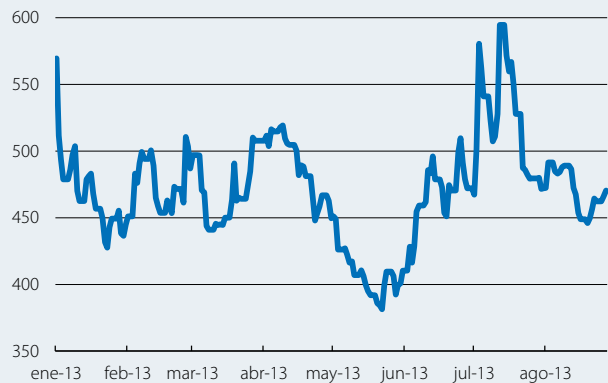
Pero los retos a los que se enfrenta la economía portuguesa no son menores. A corto plazo, es de suma importancia que la revisión de la troika, prevista para septiembre, se desarrolle con normalidad y concluya de forma favorable. Un nuevo aplazamiento de la ayuda financiera dañaría seriamente la credibilidad del país. Las elecciones municipales previstas para octubre también serán un hito impor-

tante: servirán para medir el apoyo con el que cuenta el Gobierno para seguir implementando el programa de ajustes y reformas.

A medio y largo plazo, es importante que no se vuelvan a producir nuevos episodios de tensiones políticas que generen dudas sobre la voluntad y la capacidad de implementar reformas estructurales profundas. El principal problema del que adolece la economía portuguesa es que durante los últimos años ha sido incapaz de mantener un ritmo de crecimiento aceptable. Entre 2001 y 2007 el crecimiento promedio del PIB fue del 1,1%, un ritmo que ahora, con la deuda pública en el 131,4% del PIB, no se puede permitir. Por lo tanto, para que la vuelta a los mercados prevista para junio del año que viene se pueda llevar a cabo con éxito, no debería haber dudas de que la capacidad de crecimiento a largo plazo ha mejorado notablemente; y, para que esto sea así, tampoco debería haber dudas sobre la calidad de las reformas estructurales implementadas.

Evolución de la prima de riesgo portuguesa

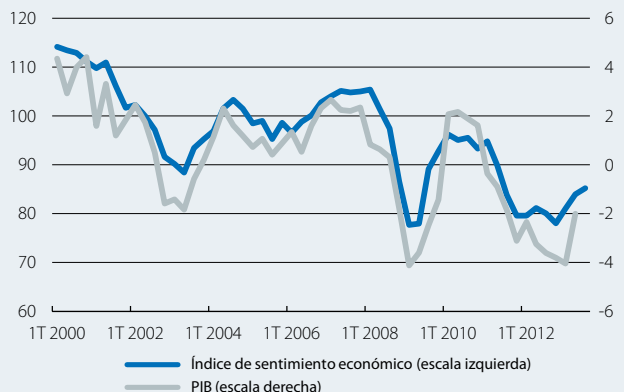
Diferencial de la yield del bono a 10 años portugués respecto al bund (p. b.)



Fuentes: Bloomberg y "la Caixa" Research.

Evolución del PIB y del índice de sentimiento económico

(Índice) Variación interanual (%)



Fuentes: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y "la Caixa" Research.

FOCUS · Mejora en la cuenta corriente de la eurozona: ¿cíclica o estructural?

El saldo de la cuenta corriente de la eurozona experimentó un fuerte cambio de tendencia en 1T 2011: el superávit, que se había mantenido prácticamente en equilibrio desde 2005, inició una marcada tendencia creciente. En 1T 2013 ya se situaba ligeramente por encima del 2% del PIB. Este cambio de tendencia coincide con la desaceleración de la actividad económica europea y, por lo tanto, parece muy probable que ello se deba al cambio de coyuntura. En gran medida esto es así, pero un análisis más detallado revela algunas dinámicas del comercio europeo interesantes.

El principal responsable del aumento del superávit es el saldo de la balanza de bienes. Este se había mantenido cerca del equilibrio durante la última década pero desde 1T 2011 ha aumentado un 1,6% del PIB. Este cambio de tendencia no se debe ni a un cambio de precios relativos de las importaciones y las exportaciones ni a un mayor protagonismo de las exportaciones con un contenido importador menor. El superávit de la balanza de bienes también ha aumentado en términos reales y el peso de los distintos bienes exportados se ha mantenido prácticamente constante en los últimos años. Por lo que respecta al saldo de la balanza de bienes, por lo tanto, el aumento del superávit se debe al efecto de la recesión sobre la demanda interna. El consumo privado se desaceleró de forma notable entre 2011 y 2013. La inversión, por su parte, pasó de crecer un 3,7% el 2011 a caer un 1,6% en promedio el 2012 y 2013. La caída de las importaciones que ello ha conllevado explica por completo el aumento del superávit del saldo de bienes.

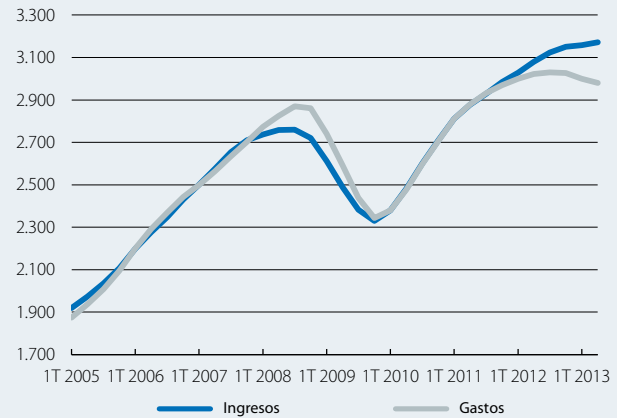
La evolución del saldo comercial de servicios es muy distinta: ha aumentado de forma prácticamente continuada desde el año 2000. Las exportaciones de servicios tienen un contenido importador muy inferior al de los bienes (0,06 y 0,17 por unidad exportada respectivamente, según estimaciones de la OCDE para la Unión Europea). Esto, junto a una demanda de importación de servicios a nivel europeo relativamente débil, ha permitido la creciente expansión del saldo de la balanza de servicios. La evolución de la tasa de cobertura (la ratio entre las exportaciones de servicios y las importaciones) es una buena muestra de ello. El crecimiento se ha mantenido estable durante los últimos tres años.

El volumen de las exportaciones de servicios es muy inferior respecto a las de bienes, 145 millones y 471 millones respectivamente en 1T 2013. Por lo tanto, su contribución al aumento del superávit de la balanza corriente ha sido menor, un 20% concretamente frente al 80% restante que ha aportado la balanza de bienes⁽¹⁾. Pero su evolución deberá seguirse con atención ya que si esta tendencia se mantiene el protagonismo que pueden adquirir puede ser notable.

(1) El saldo de rentas y transferencias se ha mantenido prácticamente constante.

Cuenta corriente de la eurozona

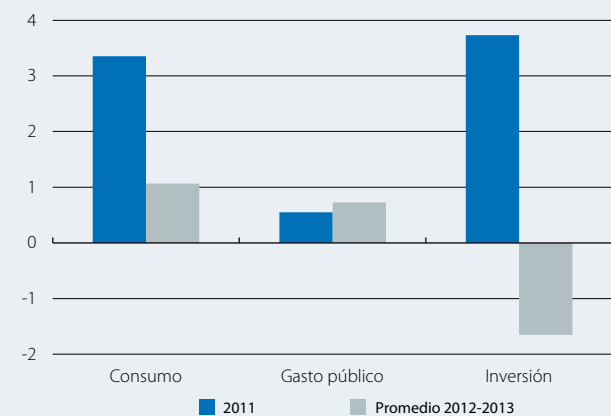
Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)



Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Caída de la demanda interna de la eurozona

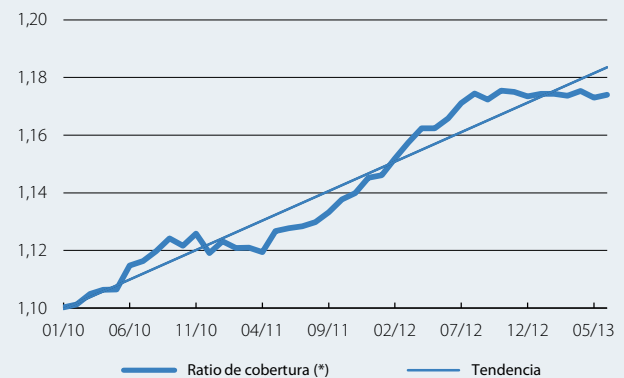
Variación anual (%)



Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Exportaciones e importaciones de servicios de la eurozona

Datos acumulados de 12 meses



Nota: (*) Ratio de exportaciones entre importaciones.

Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

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	2T 2013	07/13	08/13
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,2	-1,7	-1,4	-2,6	-1,9	-0,5	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,3	-2,4	-2,2	-3,0	-2,4	-0,5	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,3	-23,8	-26,2	-23,7	-20,9	-17,4	-15,6
Sentimiento económico	101,8	90,4	87,4	86,8	90,1	89,8	92,5	95,2
PMI manufacturas	52,2	46,2	45,1	45,9	47,5	47,9	50,3	51,3
PMI servicios	52,6	47,6	47,1	46,9	47,6	47,5	49,8	51,0
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,3	-0,7	-0,6	-0,7	-1,0	...	-	...
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	10,2	11,4	11,5	11,8	12,0	12,1	12,1	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	5,3	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,3	10,3	10,6	10,8	10,9	11,0	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	10,8	11,3	11,9	12,1	12,0	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,1	25,6	26,1	26,4	26,4	26,3	...

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	2T 2013	07/13	08/13
Saldo corriente: zona del euro	0,2	1,4	1,1	1,4	1,8	2,2	...	...
Alemania	6,2	7,0	6,8	7,0	6,9	7,0	...	...
Francia	-1,8	-2,2	-2,2	-2,2	-2,1	-1,8	...	...
Italia	-3,1	-0,5	-1,1	-0,5	-0,1	...	...	...
España	-3,8	-1,1	-2,3	-1,1	-0,1	0,7	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal⁽¹⁾ (valor)	103,4	97,9	95,9	97,9	100,7	100,8	101,5	102,2

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	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13
Financiación del sector privado							
Crédito a sociedades no financieras ⁽¹⁾	2,0	-0,3	-0,6	-1,5	-1,4	-2,1	-2,8
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	2,7	1,2	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	2,3	2,2	2,1	2,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁽⁴⁾ (%)	3,3	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	...
Depósitos							
Depósitos a la vista	1,4	4,1	4,9	7,2	8,0	9,4	8,1
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	1,1	1,9	1,0	0,0	0,0
Instrumentos negociables	-5,5	0,5	1,1	-3,2	-9,7	-15,5	-16,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,6	2,8	2,8	2,7	2,4	2,1	...

Notas: (1) Datos ajustados de ventas y titulizaciones. (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

El PIB reduce su ritmo de contracción y los signos de una incipiente recuperación se van confirmando. En 2T 2013 el PIB se contrajo un 0,1% intertrimestral, 3 décimas menos que en 1T 2013. El apoyo del sector exterior volvió a ser clave, con una contribución al crecimiento de 0,2 p. p., igual que en 1T 2013, mientras que la demanda interna redujo ligeramente su aportación negativa (-0,3 p. p. en 2T 2013 vs. -0,5 p. p. en 1T 2013). En consonancia, el mercado laboral también mostró los primeros signos de estabilización: en 2T 2013 el número de ocupados registró uno de los mayores aumentos de los últimos años (149.000 personas) y la tasa de paro se redujo por primera vez desde que se inició esta segunda fase recesiva en 3T 2011. Los indicadores adelantados de actividad y confianza del 3T 2013 auguran la próxima vuelta a tasas de crecimiento positivas, pero modestas. Se confirmaría así nuestro escenario de previsiones macroeconómicas que contempla crecimientos del 0,1% intertrimestral para los dos últimos trimestres del año. Con ello, la tasa de variación anual del PIB se situaría en el -1,2%, 2 décimas por encima de nuestra previsión anterior debido a los efectos de base por la revisión de la serie histórica del PIB. En 2014, la consolidación de esta tendencia permitiría alcanzar un crecimiento del 0,8%.

Nuestro escenario contrasta con una visión más pesimista del FMI. En su informe anual sobre la economía española, el FMI hace una valoración global positiva de los avances en términos de ajustes macroeconómicos y de reformas hechas hasta la fecha. Sin embargo, el nuevo escenario de previsiones es marcadamente más pesimista que el nuestro, e incluso que el del propio FMI del pasado mes de abril: prevén una variación del PIB del -1,6% en 2013 y del 0,0% en 2014 (previsión FMI de abril: -1,6% y 0,7% respectivamente). Quizás lo más preocupante son las perspectivas a medio plazo: el crecimiento no alcanzaría valores superiores al 1% hasta 2018. Este pesimismo deriva tanto del efecto negativo sobre el crecimiento de una mayor consolidación fiscal de la prevista anteriormente (déficit público en 2014: 5,9% vs. 6,9% previsto en abril) como del escepticismo respecto a la capacidad de la reforma laboral de mejorar las dinámicas del mercado de trabajo. Por lo que se refiere al efecto de la consolidación fiscal, el FMI cree que el impacto sobre el crecimiento será superior que en otros países europeos. El ajuste del déficit estructural previsto para Irlanda, Grecia o Portugal no es muy distinto que el previsto para España. En cambio en estos países el FMI espera tasas de crecimiento positivas, un hecho que sorprende ya que hasta la fecha el crecimiento en España ha aguantado relativamente mejor.

El mercado laboral es lo que más preocupa: en el escenario del FMI no se crea ocupación hasta 2016 y el desempleo sigue por encima del 25% hasta 2018. Según nuestras previsiones, en cambio, la consolidación del incipiente proceso de recuperación debería permitir que la tasa de paro de 2014 sea ya inferior a la de 2013. Para dinamizar el mercado de trabajo, el FMI recomienda profundizar en algunos aspectos de la reforma laboral, en par-

Desglose del PIB y previsiones

Variación intertrimestral (%)

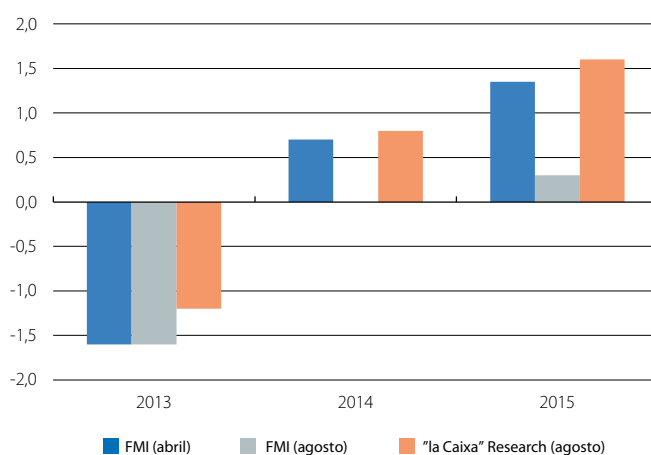
	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013
Consumo privado	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1
Consumo público	0,0	0,9	-0,5	-0,5
Inversión	-1,5	-2,1	-0,9	-0,4
Inversión en equipo	0,9	3,0	0,2	0,3
Inversión en construcción	-3,7	-4,5	-1,4	-0,8
Exportaciones	-3,8	6,0	1,2	1,0
Importaciones	-4,5	5,9	-0,1	-0,1
PIB	-0,4	-0,1	0,1	0,1

Fuentes: INE y "la Caixa" Research.

Previsiones

Previsiones de crecimiento del PIB

Variación anual (%)

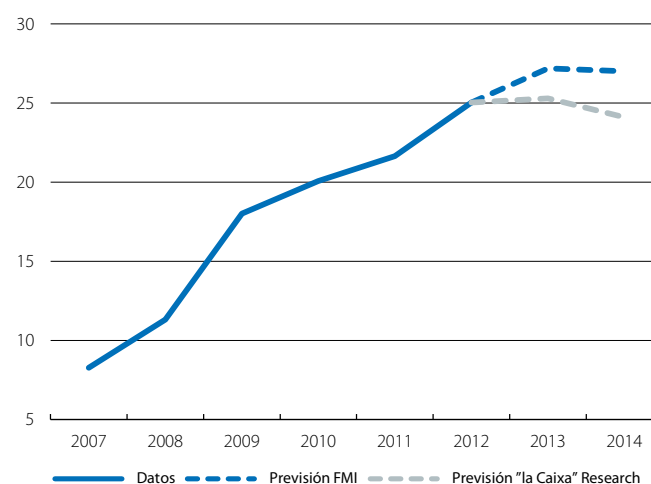


Nota: (*) Previsión para 2015 de abril 2013.

Fuentes: FMI y "la Caixa" Research.

Tasa de paro

(%)



Fuentes: FMI y "la Caixa" Research.

ricular: aumentar la flexibilidad interna, reducir la dualidad de contratos y mejorar las oportunidades de ocupación. Probablemente algunos de los efectos de la reforma aún no se han materializado y, en este sentido, es pronto para hacer un diagnóstico definitivo. De todos modos, según el FMI, introducir mayor flexibilidad ayudaría a impulsar una mayor creación de empleo durante la recuperación.

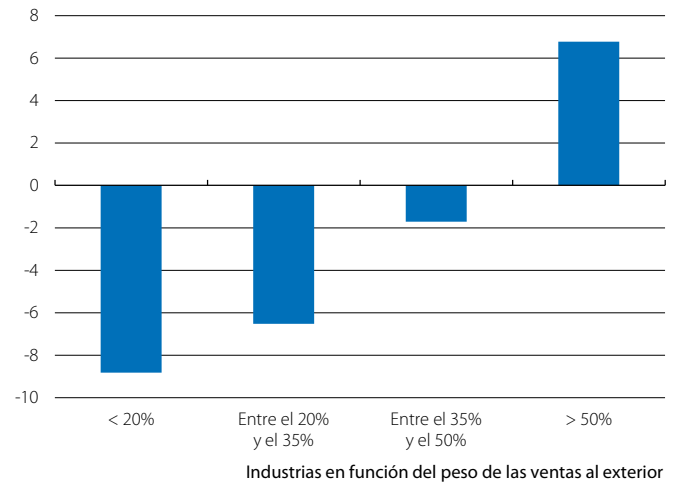
El Gobierno, por su parte, hace una evaluación positiva de la reforma laboral. Tal y como se había comprometido con la UE, el Gobierno presentó un informe con una lectura positiva de los efectos de la reforma laboral aprobada hace un año. La moderación salarial, que ha permitido recuperar la competitividad perdida, y el incremento de la flexibilidad (por ejemplo, el número de trabajadores con jornada reducida ha aumentado), han contribuido a estabilizar el mercado de trabajo. Concretamente, el Gobierno cifra en 225.000 los puestos de trabajo que no se han destruido gracias a la reforma. De todas formas, la ministra de Empleo y Seguridad Social, Fátima Báñez, ha anunciado que el Gobierno está trabajando para reducir el número de contratos de 41 a 5 para facilitar la contratación y dar seguridad jurídica al trabajador. La OCDE, por su parte, presentará un informe independiente valorando la reforma laboral antes de fin de año.

El buen inicio de la temporada turística y el dinamismo de los sectores exportadores apoyan la creación de empleo. Aunque el inicio de la campaña turística suele favorecer la evolución del mercado laboral, este año ha superado las expectativas. El número de ocupados registró uno de los mayores aumentos de los últimos años (149.000 en 2T 2013). Además, a diferencia de lo que suele ocurrir en el 2T, la población activa cayó (-76.000) (véase Focus «Radiografía del descenso de la población activa»). Todo ello redujo la tasa de paro en 9 décimas, hasta el 26,3%. La principal cuestión reside en determinar si la incipiente mejora del mercado laboral va más allá de la estacionalidad típica del 2T y se apoya en factores estructurales. En este sentido, se observa un patrón de mayor creación de empleo en los sectores exportadores, lo que refleja los buenos resultados del esfuerzo internacionalizador de las empresas españolas. Concretamente, el incremento de la ocupación en 2T fue del 6,8% en las industrias con un peso de las ventas al exterior superior al 50%, mientras que la ocupación descendió un 8,8% en los sectores con un peso inferior al 20%. El avance de las expectativas de contratación en julio, principalmente en la industria y las ventas minoristas, refuerza los indicios de estabilización del mercado laboral.

El fin de la recesión de la eurozona impulsa la buena marcha del sector exterior. En 2T 2013, las principales economías del euro volvieron a crecer (Alemania: 0,7% intertrimestral; Francia: 0,5% intertrimestral), mientras que en la periferia la intensidad de la recesión perdió fuerza. Con la recuperación de la demanda europea, las exportaciones españolas a la zona del euro se incrementaron notablemente (9,6% vs. -3,2% en 1T 2013), mientras que las de fuera de la zona del euro perdieron algo de fuerza debido a la desaceleración de los países emergentes (13,2% vs. 13,7% en 1T 2013). La entrada de turistas extranjeros en julio (7,9 millones) confirma la tendencia positiva de los últi-

Ocupación y peso del sector exterior

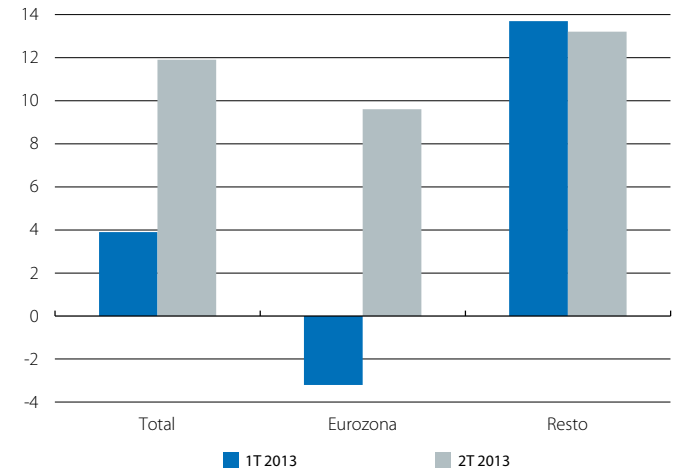
Variación interanual de la ocupación, 2T 2013 (%)



Fuentes: INE y "la Caixa" Research.

Exportaciones de bienes según destino

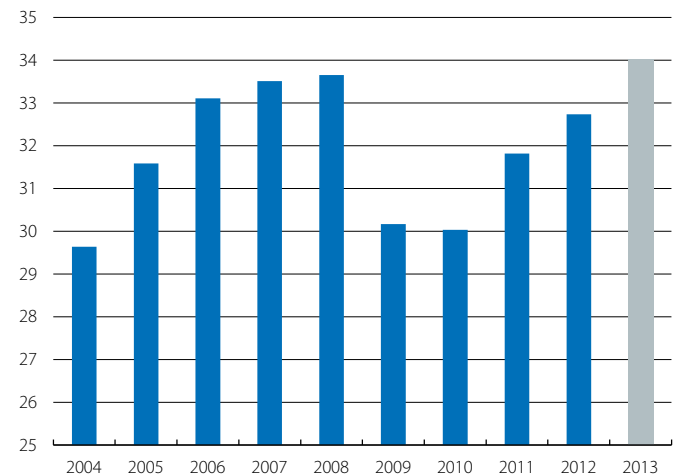
Variación interanual (%)



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

Entrada de turistas extranjeros

Acumulado hasta julio (millones de personas)



Fuentes: IET y "la Caixa" Research.

mos meses. Este año se podría alcanzar el máximo histórico de 2008 de 59,4 millones de turistas.

Los indicadores adelantados de actividad y confianza refuerzan el mensaje optimista. Los indicadores disponibles del 3T apuntan a que la recuperación se afianza aunque de forma muy gradual y frágil. Los indicadores de oferta son los que presentan un mejor comportamiento. A pesar de que la producción industrial sigue contrayéndose (-1,9% interanual en junio), el impulso de los pedidos industriales provenientes de la eurozona (0,7% interanual) y el menor retroceso de los pedidos nacionales (-5,6% interanual) auguran un posible cambio de tendencia. Los pedidos de fuera de la eurozona pierden fuerza, pero aún siguen siendo los que más crecen (5,5% interanual). El índice PMI de manufacturas retrocedió ligeramente en julio (49,8 vs. 50,0 en junio), pero el avance del sector servicios (48,5 vs. 47,8 en junio) hizo que el índice PMI compuesto se acerque cada vez más al valor 50 que delimita la zona expansiva de la de contracción. Los indicadores de demanda siguen cayendo, pero a tasas menores. Así, las ventas minoristas retrocedieron un 3,5% en julio (-5,0% en 2T 2013) y la confianza del consumidor, aunque sigue por debajo del promedio histórico, registra importantes avances.

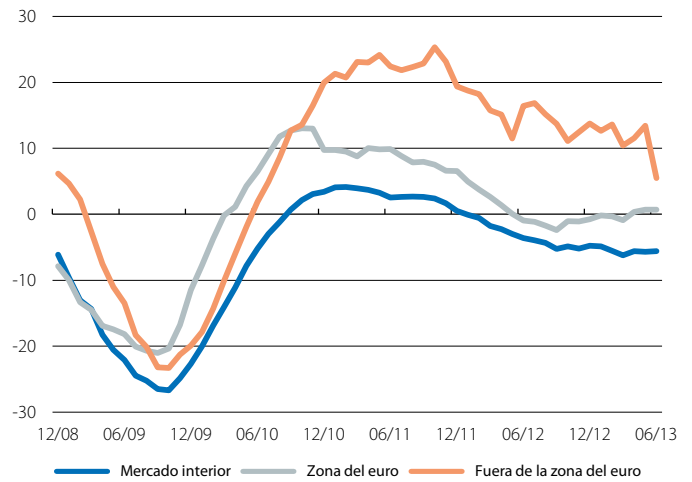
El cumplimiento del objetivo presupuestario del Estado no da tregua. El déficit del Estado alcanzó el 4,4% del PIB en julio, 1 décima menos que en 2012. A pesar de esta mejora, el Estado ya ha alcanzado el nivel de déficit fijado para el conjunto del año (3,8% del PIB). El cumplimiento del objetivo exige, por tanto, un esfuerzo adicional en el segundo semestre (véase Focus «Objetivo de déficit: un segundo semestre exigente»). Por ello, hemos revisado nuestra previsión de déficit cuatro décimas al alza, hasta el 6,9% en 2013 y el 6,2% en 2014. De todos modos, la posibilidad de que se produzca una ligera desviación no parece afectar a los mercados financieros por el momento: la prima de riesgo ha descendido notablemente y el Tesoro ha obtenido buenos resultados en las subastas durante el verano.

El precio de la vivienda aún no encuentra suelo. La debilidad de la demanda y el elevado stock de viviendas por vender siguen presionando el precio a la baja (-2,4% intertrimestral en 2T 2013). Con ello, la caída acumulada desde 2008 es del 29,5% y el precio de la vivienda se sitúa en niveles de 2004. Por su lado, la compraventa de viviendas libres aumentó un 1,8% interanual en 2T 2013 impulsada por la venta de viviendas usadas, lo que sitúa la compraventa de viviendas libres alrededor de las 290.000 anuales. En el medio plazo, esperamos que la recuperación económica ayude a consolidar estos registros.

Se acentúa la tendencia alcista de la morosidad bancaria mientras que se reducen los efectos comerciales impagados. En junio, los créditos dudosos aumentaron en 6.214 millones de euros, lo que elevó la tasa de morosidad bancaria en 4 décimas, hasta un nuevo máximo histórico, del 11,6% concretamente. Ello refleja, en parte, la aplicación de criterios más estrictos para la clasificación de los créditos refinanciados. Por el contrario, la morosidad comercial muestra una ligera tendencia a la baja: los efectos impagados representaron el 3,6% de los efectos vencidos en junio, lo que se explica por la mejora de la calidad del crédito comercial concedido.

Pedidos industriales

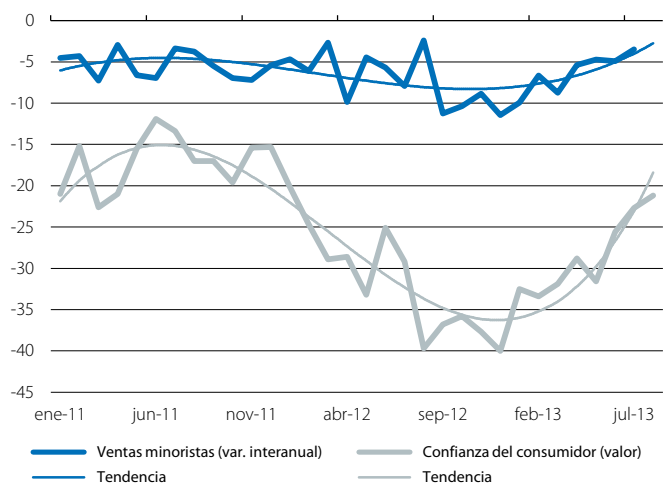
Variación interanual (%), media móvil 12 meses



Fuentes: INE y "la Caixa" Research.

Indicadores de demanda

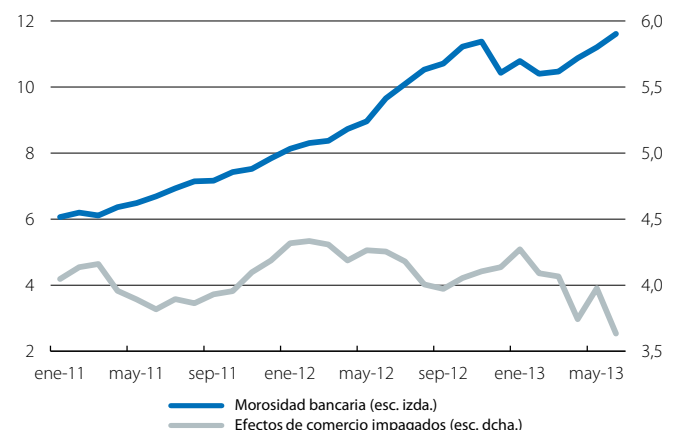
Variación interanual (%) y valor



Fuentes: INE, Comisión Europea y "la Caixa" Research.

Morosidad bancaria y efectos de comercio impagados

Créditos dudosos sobre el total de crédito bancario (%) y efectos comerciales impagados sobre vencidos (%)



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

FOCUS · Objetivo de déficit: un segundo semestre exigente

El mes de junio, el Consejo Europeo aprobó una nueva relajación de la senda de consolidación fiscal. El nuevo objetivo de déficit para este año se ha fijado en el 6,5% del PIB, solo cinco décimas por debajo del registro de 2012 (una vez descontado el efecto de las pérdidas por la ayuda al sector bancario). Un objetivo, por lo tanto, que parece asequible: el año pasado el ajuste que se llevó a cabo fue de 2,0 p. p.

Sin embargo, el esfuerzo fiscal que debe realizarse no es menor (véase Focus «El ritmo de consolidación fiscal se relaja, el esfuerzo no», publicado en el IM de mayo). Además, aunque los registros de ejecución presupuestaria disponibles hasta la fecha son similares a los del año pasado (-4,1% del PIB en 2013 y -4,0% en 2012), esta comparación puede ser engañosa. La razón: buena parte de las medidas de ajuste del déficit de 2012 se concentraron en los últimos meses del año (como la eliminación de la paga extra de Navidad a los funcionarios, la recaudación por la amnistía fiscal y el aumento del IVA). En cambio, en el tramo final de este año no está previsto que se lleve a cabo un esfuerzo similar. Por lo tanto, que ahora el déficit sea ligeramente inferior que el del pasado año no es garantía que esa diferencia se mantenga o se pueda ampliar.

La respuesta al por qué no se está produciendo un mayor ajuste del déficit la encontramos en la evolución de los ingresos. La contracción de las cotizaciones sociales y del IRPF durante la primera mitad del año contrasta con el crecimiento previsto para 2013. Ciertamente, cabe esperar que la mejora de la actividad económica durante el segundo semestre atenuará el ritmo de retroceso, pero difícilmente se podrán satisfacer las previsiones fijadas en los Presupuestos Generales del Estado. La desviación de las principales partidas de ingresos, de hecho, podría situarse alrededor del 1% del PIB.

Sin embargo, esto podría ser compensado, en parte, por el mejor comportamiento del gasto en el pago por intereses de la deuda. En el caso del Estado, la reducción del coste de la deuda a un ritmo mayor del previsto podría suponer un ahorro de los gastos respecto al nivel presupuestado del 0,5% del PIB. Esta mejora es especialmente importante si tenemos en cuenta que no ha sido resultado de un aumento significativo de la vida media de la deuda. Los efectos de la mejora de la confianza, por lo tanto, no son para nada despreciables. En definitiva, los objetivos de déficit de 2013 son alcanzables, pero exigirán esfuerzos renovados en el segundo semestre del año.

Desglose del saldo público por administraciones

	2012	Objetivo 2013	Datos disponibles el 30 de agosto de 2012	Datos comparables para 2013
Estado ^(*)	-4,1	-3,8	-4,5	-4,4
Seg. Social ^(**)	-1,0	-1,4	0,4	0,2
CC. AA. ^(**)	-1,8	-1,3	0,0	-0,1
Corp. locales ^(**)	-0,2	0	0,1	0,2
Total	-7,0	-6,5	-4,0	-4,1

Notas: (*) Último dato disponible: julio.

(**) Último dato disponible: 1T.

Fuentes: IGAE y "la Caixa" Research.

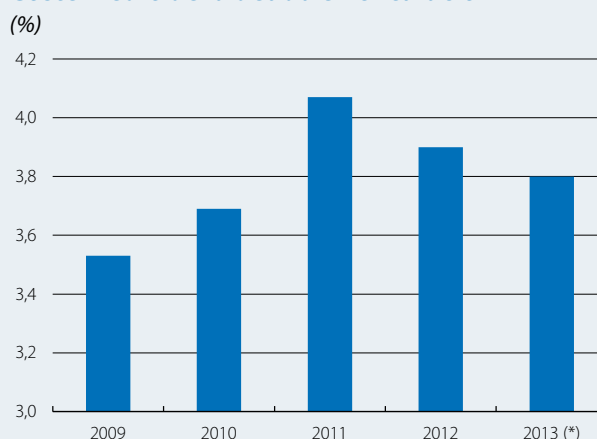
Evolución de las principales partidas de ingresos y gastos

	2012 Millones de €	Previsión PGE % var. interanual	2T 2013 % var. interanual
Ingresos			
IRPF	70.619	5,1	-7,2
IS	21.435	-11,3	-6,8
IVA	50.464	8,3	17,8
IIIEE	18.209	15,9	13,5
Cotiz. sociales	101.106	4,7	-15,3
Gastos			
Pago intereses (Estado)	26.059	39,9	20,3
Remuneración asalariados Estado	27.338	3,5	1,7
Pensiones	115.664	4,3	0,6
Subsidio desempleo	28.805	-8,1	-3,9

Nota: (*) Calculada como saldo presupuestado - saldo previsto.

Fuentes: Agencia Tributaria, Ministerio de Empleo y Seguridad Social, IGAE y "la Caixa" Research.

Coste medio de la deuda en circulación



Nota: (*) Dato de junio.

Fuentes: Tesoro y "la Caixa" Research.

FOCUS · Radiografía del descenso de la población activa

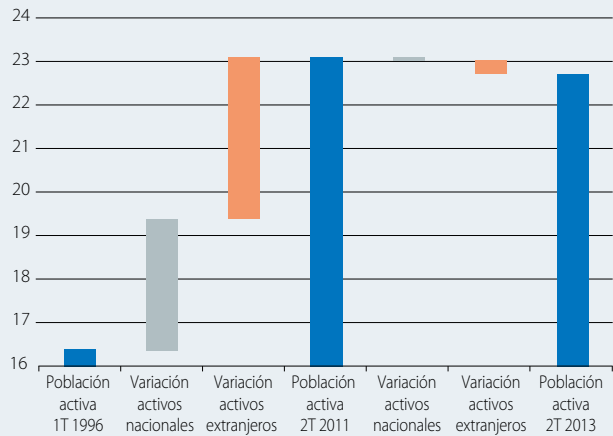
La población activa creció rápidamente en España durante la etapa expansiva. De los 16,3 millones de 1996 se pasó a los 23,1 en 2T 2011. Durante estos años el crecimiento fue prácticamente ininterrumpido, impulsado, sobre todo, por la incorporación de la mujer al mercado laboral y la inmigración. Pero en los últimos dos años esta tendencia se ha invertido. El retroceso, que se ha acelerado en los últimos trimestres, ya alcanza las 375.000 personas y la tasa de variación interanual se sitúa en el -1,5%. En 2T 2013 la caída no fue muy pronunciada, de 76.000 personas, pero sorprendió porque este es el periodo del año en el que tradicionalmente el aumento era más fuerte.

La caída de la población activa está ayudando a contener el aumento de la tasa de paro. Desde 2T 2011 se han destruido 1,5 millones de puestos de trabajo mientras que el número de parados ha aumentado en 1,1 millones. Esta diferencia se debe, en parte, al aumento de la población inactiva, de 120.000, pero, sobre todo, a la caída de la población de más de 16 años, de 255.000. Dicho de otra forma, si la población activa se hubiera mantenido constante, la tasa de paro se situaría en el 27,9% en lugar del 26,3% actual.

La reducción de la población activa se concentra, fundamentalmente, en el colectivo de extranjeros: desde el máximo que alcanzó en 1T 2009, con 3,7 millones, se ha reducido en 485.000, hasta los 3,2 millones. Los movimientos de este colectivo son muy sensibles a las perspectivas laborales: cuando estas eran favorables en España el aumento fue notable, pero cuando la situación ha cambiado, los flujos migratorios se han invertido. La mejor situación económica en sus países de origen o en otros países europeos también ha ayudado a revertir esta tendencia.

El total de activos con nacionalidad española también ha experimentado un importante repliegue en los últimos trimestres. Desde 3T 2012, momento en que la población activa nacional alcanzó el máximo con 19,3 millones de personas, el descenso ha sido de 177.000 personas. En este caso, sin embargo, esto ha ido acompañado de un importante aumento de la inactividad, con 129.000 personas más. Pero también existe un importante colectivo de personas que, dada la coyuntura económica, ha decidido emigrar a países donde las perspectivas laborales son mejores. La lectura no debe ser negativa, no solo desde un punto de vista estrictamente económico (contención del gasto público) sino, sobre todo, porque estos trabajadores mantendrán o en muchos casos mejorarán su formación. El gran reto de España será, una vez la recuperación económica se haya consolidado, volver a atraer a este colectivo que gozará de una experiencia laboral muy valiosa para una economía cada vez más internacionalizada.

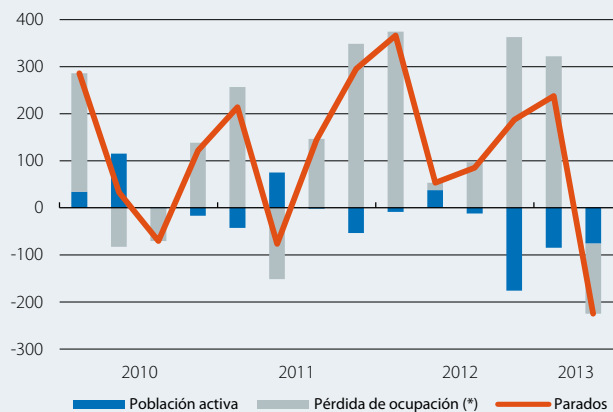
Población activa (Millones)



Fuentes: INE y "la Caixa" Research.

Evolución del mercado laboral

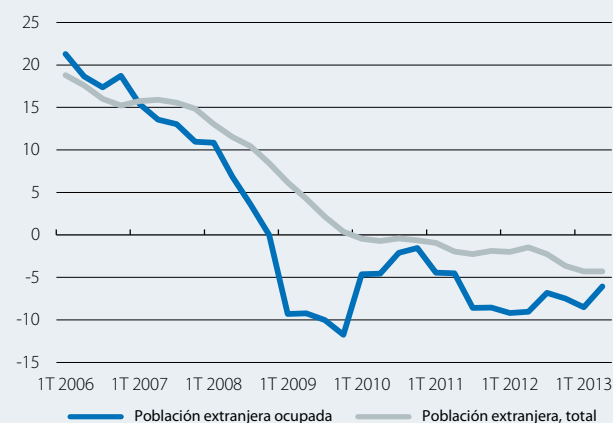
Variación trimestral (miles)



Nota: (*) Valores positivos indican destrucción de puestos de trabajo, y viceversa.
Fuentes: INE y "la Caixa" Research.

Población extranjera y ocupación

Variación interanual (%)



Fuentes: INE y "la Caixa" Research.

FOCUS · FMI y Comisión Europea evalúan favorablemente el programa de reformas del sistema bancario

El Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Comisión Europea (CE) analizan trimestralmente el progreso en la implementación del Memorando de Entendimiento (conocido como MoU por sus siglas en inglés) que acompañó el préstamo del MEDE a España en julio de 2012 para recapitalizar la banca. En su tercer informe, publicado en julio, ambas instituciones emiten una valoración global positiva.

FMI y CE coinciden en destacar que la inmensa mayoría de las medidas especificadas en el MoU ya se han aplicado. Destacan las recapitalizaciones realizadas a través del FROB y las transferencias de activos problemáticos a la Sareb. También se han completado los ejercicios de reparto de pérdidas entre accionistas y tenedores de participaciones preferentes y deuda subordinada. Gracias a todo ello, los ratios de solvencia de todas las entidades identificadas como problemáticas en los test de resistencia del año pasado, junto con las del resto de entidades, superan actualmente el mínimo regulatorio.

Uno de los retos de ahora en adelante es mantener los niveles de solvencia alcanzados. En este sentido, los organismos internacionales subrayan las presiones que todavía se ciernen sobre la banca española: un entorno macroeconómico débil, lo que implica un volumen creciente de provisiones para créditos dudosos; el aumento también de provisiones ligadas a créditos refinanciados, de acuerdo a los nuevos criterios del Banco de España; la entrada en vigor de Basilea III, que penaliza especialmente a las entidades españolas por su elevado nivel de activos fiscales diferidos (que deberán deducirse del capital); y los potenciales costes derivados de la sentencia sobre la eliminación de cláusulas suelo no transparentes, de los arbitrajes en curso de preferentes y deuda subordinada, o de algunas iniciativas legislativas en temas de vivienda a nivel de comunidad autónoma.

Las principales estrategias y recomendaciones para hacer frente a dichas presiones incluyen: reforzar la capacidad de generación de beneficios de las entidades financieras, lo que implica un importante ajuste de costes dada la limitada capacidad de generar nuevos ingresos; restringir la distribución de dividendos, en línea con la comunicación del Banco de España del pasado junio, limitando el pago en efectivo al 25% de los beneficios; y considerar la conversión de los activos fiscales diferidos en créditos fiscales (como, por ejemplo, hizo Italia recientemente).

Además de mantener un nivel adecuado de capital, se señalan otras medidas para estimular el crédito: a nivel español, por ejemplo, más financiación a la banca por

parte del ICO para crédito a pyme y una continuación de los programas de pagos a proveedores de las administraciones públicas, lo que inyecta liquidez y mejora la solvencia de multitud de empresas. El FMI en especial también destaca la necesidad, a nivel europeo, de acelerar y profundizar la unión bancaria para romper el vínculo entre sistema bancario y soberano y, de esta manera, conseguir que las empresas puedan captar financiación de acuerdo a sus propios méritos, sin ser penalizados por su país de origen.

Los organismos internacionales también subrayan la necesidad de continuar con la reestructuración de las entidades nacionalizadas. Más concretamente, el FMI urge la concreción de la «estrategia de salida» del Estado en cada caso. En este sentido, el Gobierno ha anunciado que prevé vender las participaciones del FROB en NCG Banco y Catalunya Banc en los próximos meses.

En cuanto a la Sareb, se destaca el reto que supondrá la implementación de su plan de negocio. En este sentido, la CE y el FMI aconsejan basar dicho plan en previsiones de precios de la vivienda más conservadoras que las actuales.

Entre las pocas medidas pendientes de estar implementadas completamente, destaca la Ley de Fundaciones Bancarias. La propuesta que se encuentra actualmente en proceso de tramitación en las Cortes contiene, tal y como especificaba el MoU, incentivos para que las cajas de ahorro reduzcan sus posiciones como accionistas mayoritarios en los bancos que controlan. Su aprobación está prevista antes de final de año.

Focos de presión sobre el sistema bancario



Fuente: "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	2T 2013	07/13	08/13
Industria								
Consumo de electricidad	-0,9	-2,2	-2,8	-2,6	-3,6	-1,7	-3,2	...
Índice de producción industrial	-1,3	-6,0	-5,2	-5,7	-4,2	-1,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-12,5	-17,5	-20,0	-17,9	-15,9	-15,4	-14,2	-12,7
PMI de manufacturas (valor)	47,3	43,8	43,6	44,5	45,7	47,6	49,8	...
Construcción								
Viviendas (visados obra nueva)	-13,5	-42,7	-47,8	-43,5	-28,0	...	...	...
Compraventa de viviendas (INE)	-18,1	-8,7	0,4	3,5	7,9	0,6	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	6,1	2,1	4,6	-1,5	1,8	5,3	2,9	...
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	42,6	42,6	45,7	46,5	48,5	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,2	-7,2	-10,2	-8,5	-5,0	-3,5	...
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-16,9	-21,6	-11,1	2,5	14,8	...
Indicador de confianza de los consumidores	-17,1	-31,7	-35,2	-37,8	-32,6	-28,7	-22,7	-21,2

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	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13
Afiliados a la Seguridad Social ⁽¹⁾							
Sectores de actividad							
Industria	-2,7	-5,3	-5,9	-5,9	-5,8	-5,1	-4,2
Construcción	-12,2	-17,0	-17,7	-16,8	-15,8	-13,8	-11,6
Servicios	0,2	-1,7	-1,8	-2,6	-3,0	-2,5	-2,4
Situación profesional							
Asalariados	-1,4	-3,8	-3,9	-4,7	-5,1	-4,4	-4,2
No asalariados	-1,2	-1,4	-1,4	-1,6	-1,4	-1,1	-0,6
TOTAL	-1,3	-3,4	-3,5	-4,1	-4,4	-3,8	-3,6
Población ocupada ⁽²⁾	-1,9	-4,5	-4,6	-4,8	-4,6	-3,6	...
Contratos registrados ⁽³⁾							
Indefinidos	-9,2	-1,3	-3,9	23,8	18,4	1,5	5,7
Temporales	1,2	-4,0	-3,3	-3,3	-2,4	6,0	8,8
TOTAL	0,3	-3,9	-3,3	-1,5	-0,8	5,6	8,6
Paro registrado ⁽³⁾							
Menores de 25 años	0,6	4,5	4,0	0,5	-4,3	-6,1	-5,6
Resto de edades	5,4	11,7	12,8	11,7	8,4	5,2	3,3
TOTAL	4,8	10,9	11,9	10,5	7,1	4,0	2,4

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	2T 2013	07/13	08/13
General	3,2	2,4	2,8	3,1	2,6	1,7	1,8	1,5
Subyacente	1,7	1,6	1,6	2,3	2,2	1,9	1,7	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	2,5	3,3	3,3	4,3	7,4	...
Productos energéticos	15,8	8,8	11,0	8,8	4,8	-1,1	-0,4	...

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	3T 2012	4T 2012	1T 2013	04/13	05/13	06/13
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	15,4	3,8	4,2	4,2	3,9	18,6	7,3	10,5
Importaciones (variación interanual)	9,6	-2,8	-2,1	-6,4	-6,9	7,2	-2,2	-2,8
Saldo corriente	-39,8	-11,5	-24,3	-11,5	-1,0	0,2	3,3	6,8
Bienes	-42,3	-25,7	-32,7	-25,7	-19,2	-17,1	-15,0	-12,7
Servicios	34,6	37,0	37,1	37,0	38,0	37,8	38,4	38,9
Rentas	-25,7	-18,7	-21,4	-18,7	-16,3	-16,3	-15,8	-14,7
Transferencias	-6,4	-4,1	-7,3	-4,1	-3,5	-4,1	-4,4	-4,6
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-34,3	-4,9	-19,1	-4,9	6,3	8,2	11,9	14,9

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	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-9,4	-10,6	-6,3	-10,6	-1,2	...	-
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-7,8	-5,3	-7,8	-1,7	-3,9	-4,4
Comunidades autónomas	-3,3	-1,8	-0,9	-1,8	-0,1	...	...
Corporaciones locales	-0,4	-0,2	0,1	-0,2	0,2	...	-
Seguridad Social	-0,1	-1,0	-0,1	-1,0	0,2	...	...
Deuda pública (% PIB)	70,4	79,0	79,0	85,9	89,9	92,2	-

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	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	Saldo 06/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros ⁽²⁾							
Sector privado	-2,0	-4,1	-4,2	-5,8	-8,2	-8,8	1.904,4
Empresas no financieras	-2,0	-4,3	-4,3	-7,0	-10,8	-11,5	1.090,6
Hogares ⁽³⁾	-2,0	-3,8	-4,1	-4,1	-4,4	-4,9	813,8
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	15,9	14,9	15,0	17,2	18,7	18,5	943,7
TOTAL	1,8	0,6	0,5	0,0	-1,0	-1,3	2.848,1
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias							
Total depósitos	0,3	-4,5	-6,2	-2,7	-0,1	1,8	1.192,8
A la vista	1,9	0,2	-0,9	-1,9	0,9	3,2	279,5
De ahorro	-1,4	-2,8	-0,8	0,2	-0,6	-1,1	203,0
A plazo	0,6	-6,7	-9,6	-4,4	-0,9	1,6	689,7
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	-7,1	20,1	20,5	22,7	20,7
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-4,4	-13,2	-19,2	-18,3	-20,2	-19,0	136,6
TOTAL	-0,4	-5,7	-8,0	-4,8	-2,8	-0,8	1.329,4
Tasa de morosidad ⁽⁶⁾	7,8	10,4	10,7	10,4	10,5	11,6	-
Tasa de cobertura ⁽⁶⁾	59,6	73,8	62,4	73,8	70,4	65,9	-

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. (6) Dato fin de periodo.

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

EL SISTEMA TRIBUTARIO A DEBATE

Reformas tributarias: una historia interminable que vuelve al primer plano

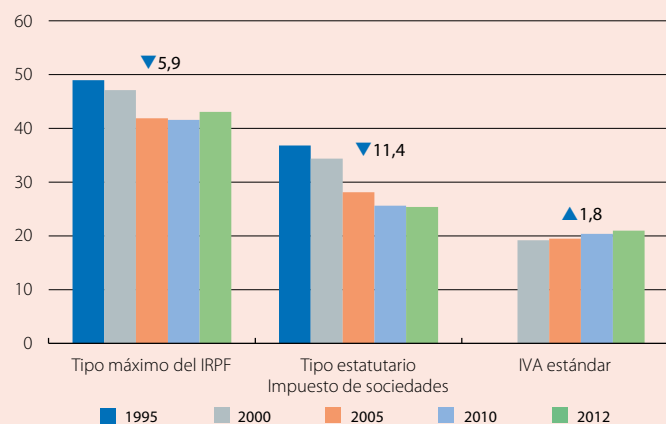
El sistema tributario juega un papel muy importante en las economías modernas: incide sobre el conjunto de variables macro y microeconómicas a través de múltiples efectos (directos e indirectos vía incentivos) y tiene implicaciones sociopolíticas de gran relevancia. Por ello, el debate sobre la configuración de los impuestos ha sido una constante a lo largo del tiempo, aunque durante los últimos años había quedado en un segundo plano para dejar protagonismo a la crisis financiera, la política monetaria o la política fiscal. Conforme la crisis va quedando atrás, la necesidad de revisar el sistema impositivo se está haciendo patente en numerosos países, si bien las claves de la discusión difieren en función de las circunstancias de cada uno.

En EE. UU., donde la recuperación parece bien encauzada, el tema estrella es el grado de redistribución que debe aportar el impuesto sobre la renta personal, seguido por el tratamiento que el impuesto de sociedades da a los beneficios obtenidos por las grandes multinacionales en el extranjero. En Japón, cuyo nivel de deuda pública es muy elevado, está en plena discusión el aumento de los impuestos indirectos como mejor modo de aumentar la recaudación. A nivel paneuropeo, las cuestiones centrales son la armonización de las bases de determinados impuestos (como el IVA y el de sociedades), la coordinación de la lucha contra la evasión (paraísos fiscales), así como la instauración de impuestos para corregir determinados fallos de mercado (como los relativos a la energía y las transacciones financieras). En España se hace necesaria una reforma integral y en profundidad del sistema impositivo a la vista de las graves disfunciones que se han puesto de manifiesto con la crisis, además de los requerimientos derivados de la creciente integración europea y la organización territorial del Estado (comunidades autónomas y entes locales). La Comisión Europea ha identificado esta necesidad y ha instado al Gobierno para que presente una propuesta de reforma a principios de 2014. El reto es considerable dados los *trade-offs* que planean entre los distintos objetivos que esta reforma debe perseguir. En particular, es muy conveniente que compatibilice los objetivos tradicionales de largo plazo (relativos a la eficiencia y la equidad del conjunto del sistema, ya de por sí potencialmente en conflicto) con los de corto plazo (aumentar la recaudación a la vez que se estimula el crecimiento económico). Un breve repaso de las principales conclusiones de la teoría de la imposición y la experiencia de otros países puede aportar puntos de referencia útiles al respecto.

Como en otros muchos campos de la economía, la teoría sobre la imposición no está exenta de controversias, máxime cuando el análisis gira hacia lo normativo («lo que debe ser») desde lo meramente positivo («lo que es»). En cualquier caso, con el paso del tiempo se ha ido formando un consenso convencional que ofrece conclusiones valiosas⁽¹⁾. El punto de partida es identificar los justificantes y propósitos básicos del sistema tributario: recaudar fondos suficientes para que el Estado pueda sufragar los servicios públicos y otros gastos, corregir fallos de mercado (por ejemplo, las externalidades), y redistribuir la renta y la riqueza según las preferencias colectivas sobre la equidad social. Bajo este planteamiento, la teoría aporta algunas recomendaciones que conviene tener presentes con vistas al diseño del sistema tributario (en sentido amplio para incluir cotizaciones sociales, tasas, etc.) de una economía desarrollada y abierta como la española. Primero: adoptar una visión integral del sistema, disponiendo de una estrategia general orientada al largo plazo y dejando espacio para ajustes ocasionales de corto plazo; el diseño debe considerar no ya solo las interacciones entre los diferentes impuestos, sino también con los programas de gasto público (por ejemplo, el subsidio de desempleo) para conseguir complementariedades y sortear las inconsistencias. Segundo: evitar la incertidumbre, la inseguridad, la arbitrariedad y la complejidad innecesaria. Tercero: anticipar las reacciones de los agentes (traslación, elusión, evasión, etc.), lo que aconseja, por ejemplo, reconocer que la libertad de movimientos del capital condiciona las posibilidades de tratamiento tributario a nivel nacional. Cuarto: preservar la neutralidad sobre las decisiones de los

Evolución gradual del diseño del sistema impositivo en los países de la zona del euro

Tipos impositivos (%)



Fuentes: Comisión Europea y "la Caixa" Research.

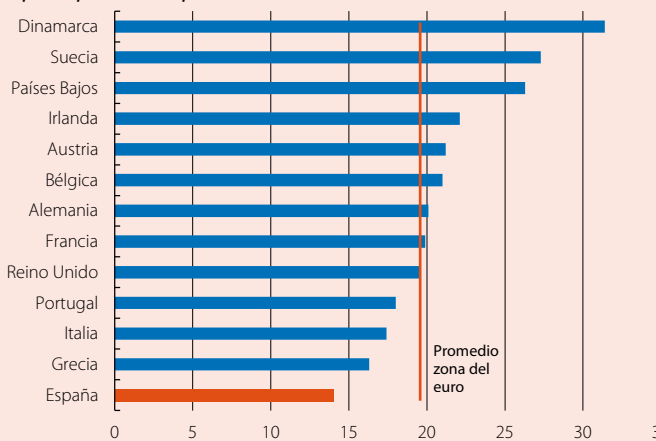
(1) Véase Mirrlees J.A., S. Adam, T. Besley, R. Blundell, S. Bon, R. Chote, M. Gammie, P. Johnson, G. Myles and J. Poterba (eds.) (2011). *Tax By Design: The Mirrlees Review*. Oxford University Press.

agentes, salvo que haya razones justificadas y explícitas para lo contrario. A este respecto, los impuestos indirectos son más neutrales que los directos. Quinto: buscar la redistribución (progresividad) con el menor menoscabo posible de la eficiencia. Para ello es preferible, en términos generales, que la instrumentación sea a través de la tarifa del impuesto sobre la renta personal junto con los programas de gasto social, y no mediante deducciones, exenciones o distorsiones sobre la base impositiva. Es crucial, por otro lado, calibrar la tarifa del impuesto sobre la renta para mitigar los desincentivos al trabajo y la iniciativa empresarial.

A pesar de que los sistemas tributarios de los principales países desarrollados presentan diferencias notables, es un hecho muy destacado que las reformas a lo largo de las últimas tres décadas han ido en consonancia con las directrices de la teoría impositiva óptima. Un hito destacado fue la *Tax Reform Act* de la Administración Reagan de EE. UU. en 1986, que permitió simplificar el sistema fiscal estadounidense, ampliar las bases imponibles eliminando exenciones y rebajar las tarifas. Con posterioridad, numerosos países desarrollados han acometido reformas en esa línea. Este es el caso de los países miembros de la eurozona. Como muestra el gráfico anterior, los tipos impositivos de los tributos directos del conjunto de países de la eurozona se han reducido significativamente. Entre 1995 y 2010, tanto el tipo máximo del IRPF y, especialmente, el tipo estatutario del impuesto de sociedades han sido rebajados de forma significativa (en 5,9 y 11,4 puntos porcentuales respectivamente). Ello se ha compensado, en parte, con el aumento de la imposición indirecta, principalmente sobre el consumo a través de un incremento del tipo estándar del IVA. A su vez, este mayor gravamen sobre el consumo se ha visto acompañado por ampliaciones de las bases imponibles y la simplificación del conjunto del sistema (así, por ejemplo, en España el número de tramos de la base imponible del IRPF se redujo desde 34 en 1983 hasta 4 en 2006). Sin embargo, el estallido de la reciente crisis económica ha truncado temporalmente esta tendencia. La necesidad de sanear las cuentas públicas ha obligado a gran parte de los países europeos, y más concretamente los de la periferia, a aumentar la presión fiscal con subidas prácticamente generalizadas en todas sus figuras tributarias (aunque, una vez más, con un mayor impacto relativo sobre los impuestos indirectos). El caso español no ha sido una excepción. Las distintas medidas de consolidación fiscal han permitido elevar los ingresos tributarios en 1,4 puntos porcentuales entre 2009 y 2012, hasta el 33,5% del PIB. Pero esto no es suficiente y de ahí el requerimiento para una revisión integral del sistema. La reforma en ciernes brinda, por tanto, la oportunidad de avanzar hacia un sistema tributario que asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas en el medio y largo plazo de manera eficiente y equitativa. En el corto plazo, además, también es de gran interés que el nuevo sistema contribuya a reactivar el crecimiento económico.

La tributación sobre el consumo español es relativamente reducida

Tipo impositivo implícito sobre el consumo (%)



Fuentes: Comisión Europea y "la Caixa" Research.

Hay dos líneas de actuación que pueden servir para acometer ese doble objetivo: la denominada «devaluación fiscal» y el aumento de las bases imponibles de las principales figuras impositivas. La primera engloba aquellas medidas tributarias que reducen los costes laborales —generalmente con la rebaja de las cotizaciones sociales— a cambio de aumentar la tributación sobre el consumo. La implementación de esta medida estimula el crecimiento de la economía debido a su efecto positivo sobre la competitividad exterior. Además, dado que España se encuentra entre los países de la eurozona con una menor tributación sobre el consumo, existe margen de maniobra suficiente para su ampliación. Pero este aumento de la recaudación de los tributos no conviene que sea a través de mayores tipos impositivos, con su consiguiente impacto negativo sobre los incentivos a la actividad económica. En efecto, el segundo aspecto a tratar por la reforma fiscal es la ampliación de las bases imponibles a través de la eliminación de gran parte de las desgravaciones y exenciones fiscales existentes en el actual sistema.

El presupuesto general del Estado cifra los beneficios fiscales presupuestados para 2013 cerca del 4,0% del PIB, concentrado principalmente en IRPF, IVA e IS. La reducción de estos beneficios permitiría aumentar la recaudación tributaria española incluso con recortes de algunos tipos impositivos relativamente elevados. Este sería el caso del tipo máximo sobre el IRPF que en algunas jurisdicciones alcanza el 56%, uno de los más altos del mundo.

La introducción de estos aspectos en la reforma fiscal española serviría de palanca al crecimiento a corto plazo a la vez que mejorarían la eficiencia del sistema tributario. Se trata, pues, de una ocasión inmejorable que no debería desaprovecharse.

Joan Daniel Pina y Avelino Hernández
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

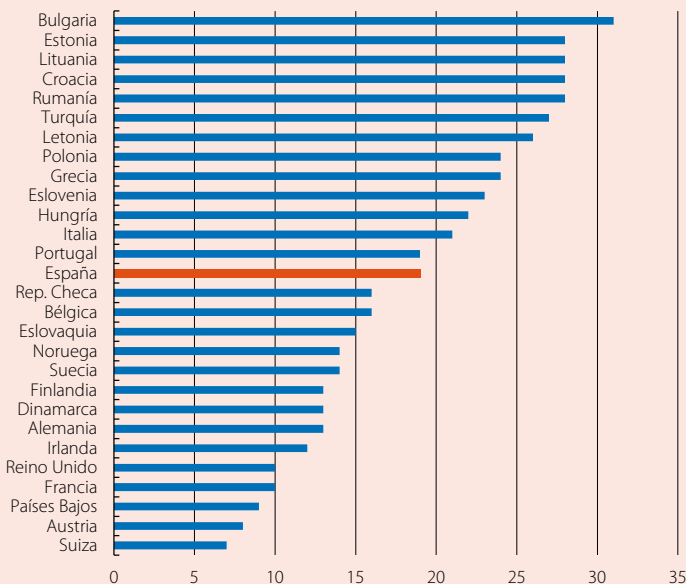
Economía sumergida: un lastre excesivamente oneroso

Cuando se plantea la cuestión de la fiscalidad en España, es inevitable tratar el fraude fiscal y, por tanto, el sempiterno problema de la economía sumergida, también llamada encubierta, negra, irregular, B, y un sinfín de calificativos similares. No en vano, esa economía encubierta —ese conjunto de actividades productivas y, habitualmente, legales pero deliberadamente ocultadas a las autoridades públicas para esquivar determinados costes fiscales o cumplimientos normativos— no solo dificulta la estimación del tamaño verídico de la economía sino que, además, reduce, significativamente, la eficiencia fiscal y el propio crecimiento económico. ¿Cómo minimizarla?

Lo primero: cuantificar la magnitud del problema; una tarea nada trivial ni precisa (por la naturaleza oculta del objetivo a medir) sino basada en aproximaciones más o menos fidedignas. En ese sentido, una de las referencias básicas es el informe elaborado anualmente por Friedrich Schneider que, en 2013, estima que la economía sumergida en España —incluyendo empleo no declarado y el registro inadecuado de ingresos por ventas o prestaciones de servicios— equivaldría al 18,6% del PIB⁽¹⁾. Aun equiparándose a la media europea (18,5%), se trata de una cifra que supera ampliamente el registro de los países de referencia, como Alemania (13%), Francia o Reino Unido (10%). En España destaca el elevado peso, dentro de la economía sumergida, del fraude en materia laboral, estimado en torno al 8% del PIB o lo equivalente a ocultar un millón de empleos a tiempo completo⁽²⁾.

Economía sumergida española: demasiada distancia con los países de referencia

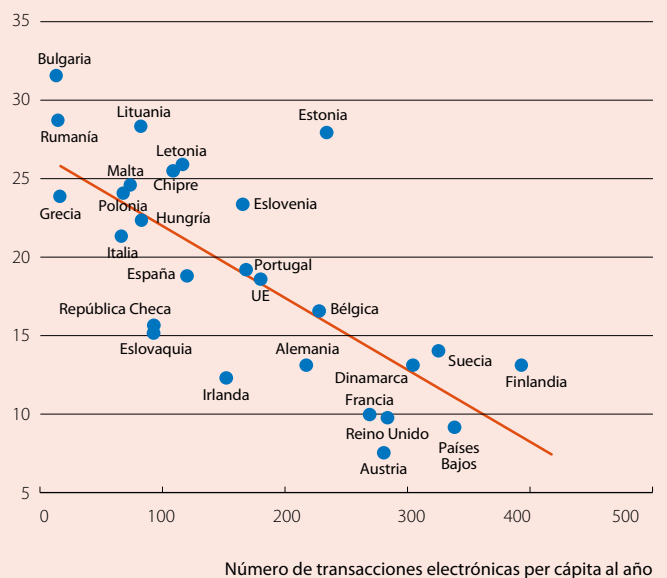
(% del PIB)



Fuente: Schneider, 2013.

Más transacciones electrónicas, menor peso de la economía sumergida

Peso de la economía sumergida (% del PIB)



Fuentes: Schneider (2013), BCE y "la Caixa" Research.

Ante la relevancia económica del fenómeno, no sorprende que su impacto en materia de recaudación fiscal perdida también sea apreciable. Así pues, se calcula que la erradicación de la economía sumergida acarrearía un aumento de la recaudación fiscal de entre 60.000-80.000 millones de euros, un montante notable si se tiene en cuenta que, en 2012, el total de impuestos y contribuciones sociales pagados en España fue de 347.000 millones. Si partimos de una corrección más realista, por ejemplo de una reducción del peso de la economía sumergida hasta el equivalente alemán, se afloraría una recaudación de unos 18.000-20.000 millones de euros⁽³⁾. Ello ayudaría, sin duda, a acortar la distancia con la eurozona en términos de recaudación fiscal sobre PIB: en 2012, 33% del PIB vs. el 42% de media en la UEM. En un contexto de crisis económica y con la imperiosa necesidad de consolidar las cuentas públicas, es evidente que esa menor recaudación fiscal derivada de la elevada economía sumergida es un lastre para la economía española. Y es que, en un entorno recesivo, aumentar la recaudación vía subida de tasas impositivas es mucho más dañino para el crecimiento que lograrlo vía mayor base imponible, aflorando actividades encubiertas o consiguiendo un mejor cumplimiento de las obligaciones fiscales ya vigentes.

(1) Véase Schneider, Friedrich. 2013. The Shadow Economy in Europe. Visa Europe, AT Kearney.

(2) Datos para 2008. Véase Jiménez, Alfredo y Martínez-Pardo del Valle, Ramiro. 2013. «La economía sumergida en España». Documento de trabajo, 4, Fundación de Estudios Financieros. 2013.

(3) Para el detalle de dichas estimaciones, véase el estudio ya mencionado de Jiménez, Alfredo y Martínez-Pardo del Valle, Ramiro, 2013.

Vista la importancia de la economía sumergida, y antes de plantear posibles soluciones, es obligado indagar sobre el porqué de su prevalencia. Desde el punto de vista individual (empresa, trabajador o consumidor), los motivos para ocultar actividades económicas son evitar el pago de impuestos y de contribuciones sociales u obviar el cumplimiento de estándares legales (salario mínimo, jornada laboral máxima...) y de obligaciones administrativas. En consecuencia, dos determinantes clave del tamaño de la economía sumergida serán la carga fiscal en todas sus formas y la intensidad regulatoria del país. Asimismo, dicha práctica será más o menos probable en función de tres factores adicionales: la posibilidad de que la práctica sea detectada y sancionada, el grado de aceptación social de las prácticas sumergidas y la facilidad para incurrir en dichas prácticas. Respecto a este último aspecto, cabe mencionar que resulta más fácil, por ejemplo, en una economía con escaso recurso a las transacciones electrónicas —véase gráfico— o en sectores como la construcción o el comercio que, a diferencia de otros como los servicios financieros o los suministros, tienden a una mayor utilización de efectivo en las transacciones comerciales.

¿Cuáles de estos factores son más relevantes en el caso español? Uno de los pocos estudios empíricos disponibles (Schneider y Buehn, 2012) relaciona el relativamente abultado tamaño de la economía sumergida española con la excesiva e ineficiente regulación en un ámbito muy concreto: el mercado laboral⁽⁴⁾. A cierta distancia de esa sobrerregulación laboral, también identifican el nivel de imposición indirecta y la imposición personal (no estudian el impacto del impuesto de sociedades) como factores que incentivan la ocultación de actividades en España. Asimismo, establecen que el grado de aceptación social de las prácticas fraudulentas es un factor relevante, aunque mucho menos que las variables laborales y fiscales⁽⁵⁾. Schneider y Buehn no analizan la facilidad y probabilidad de detección.

Diagnóstico en mano, ¿pueden trazarse estrategias para aflorar la economía sumergida en España y, con ello, incrementar la recaudación fiscal? El origen del problema sugiere que las actuaciones de la administración pública deben centrarse en dos grandes vías: aumentar los costes de incurrir en la ocultación de actividades (disuasión) y disminuir sus beneficios (incentivación). En el ámbito disuasorio, las acciones suelen entrar en dos categorías, ambas destinadas a incrementar la percepción de riesgo por parte del infractor: las que buscan incrementar la capacidad de detección de las actividades no declaradas y las que persiguen aumentar el castigo en caso de detección. Cuanto menor sea la probabilidad de detección o mayor el coste de maximizar dicha probabilidad, más efectivo resultará, como vía disuasoria, optar por una sanción ejemplar cuando se detecte una infracción. En el caso español, el Plan Nacional de Reformas vigente se inclina por aumentar las actuaciones de inspección tributaria, especialmente en el ámbito de hostelería y construcción, como medida explícita para reducir la economía sumergida.

En lo relativo a la incentivación, las estrategias habituales son dos: por un lado, incentivar el tránsito de la economía sumergida a la formal, incluyendo las distintas variantes de «amnistía fiscal», con sus ventajas e inconvenientes reputacionales; por otro, tratar de evitar el paso de la economía formal a la sumergida. En este segundo ámbito, de cariz preventivo, las acciones clave a seguir son tres: la simplificación administrativa y de la regulación, el impulso de la inclusión financiera y la generación de una mayor concienciación social. Aunque, a menudo, la motivación explícita no es la lucha contra la economía sumergida, parece indudable que la simplificación de los trámites administrativos y tributarios minora los incentivos a la actividad no regulada. En ese sentido, tanto en España como en los países de nuestro entorno, se está tratando, con mayor o menor acierto, de simplificar el entorno legal de la actividad empresarial. En cuanto a la inclusión financiera, las medidas más comunes son vincular determinados beneficios sociales al hecho de estar registrado o promover el uso de medios de pago diferentes del efectivo —en promedio, un aumento del uso de medios de pago electrónicos del 10% se asocia a 5 puntos de PIB menos de economía sumergida—. En este ámbito, una de las vías más frecuentes es la limitación de las transacciones en metálico a ciertos montantes relativamente bajos. Entre 2011 y 2013 han adoptado esta línea, o anunciado planes, Bélgica, Bulgaria, Dinamarca, Eslovaquia, España, Francia, Grecia, Italia y Rumanía. En cuanto a la concienciación social, un mayor desarrollo contribuiría a crear conciencia de que el fraude fiscal va en detrimento de la calidad de los servicios públicos o que comporta un esfuerzo fiscal adicional importante, y podría resultar tanto o más efectivo que aumentar las inspecciones o las multas.

Àlex Ruiz

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

(4) Véase Schneider, Friedrich y Buehn, Andreas. 2012. «Shadow Economies in highly developed OECD countries: What are the driving forces?». Institute for the Study of Labor Discussion Paper, nº 6891.

(5) Estas conclusiones son similares a las presentadas en el estudio previamente citado de la Fundación de Estudios Financieros que destaca entre las causas de la elevada economía sumergida española: el aumento de la carga fiscal, su papel como válvula de escape en situaciones de recesión económica, la falta de conciencia fiscal entre la ciudadanía, la sobrerregulación y las rigideces del mercado laboral.

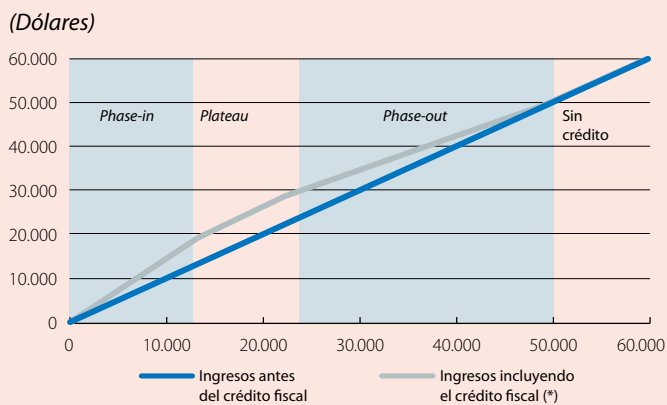
El uso de incentivos fiscales para incrementar la participación laboral

María acaba de recibir una oferta laboral. Lleva 2 años en paro, es soltera y tiene un hijo de 2 años; vive en una vivienda social y recibe una ayuda mensual para los gastos más necesarios. Si acepta la oferta, sobrepasará el límite de ingresos para seguir recibiendo esta ayuda y perderá el derecho a la vivienda social. Con el nuevo sueldo, no le es posible cubrir los gastos de la guardería y de un alquiler en el mercado libre. En su situación, es mejor rechazar la oferta que aceptarla. El caso de María no es aislado. Además de las familias monoparentales, otros colectivos, como los trabajadores de más edad o los trabajadores que no son la fuente principal de ingresos del hogar, son muy sensibles a los distintos incentivos proveídos por la fiscalidad de los ingresos laborales y por las ayudas sociales.

Desde hace años, los economistas han analizado en profundidad las interacciones entre la política fiscal, el sistema de protección social y el sistema público de pensiones, y como éstas afectan a la decisión de participar, o no, en el mercado laboral. Lo que se persigue es mejorar el diseño de estas políticas para asegurar que la fiscalidad y los beneficios sociales no desincentiven la participación laboral. Así, por ejemplo, un tratamiento fiscal neutral de los ingresos del segundo perceptor del hogar tiende a incrementar la participación laboral de las mujeres. Del mismo modo, limitar la generosidad (o aumentar las penalizaciones) de la jubilación anticipada aumenta la participación laboral de los trabajadores de más edad.

Pero, quizás, las medidas que han sido más exitosas son aquellas que vinculan la percepción de beneficios fiscales a la participación laboral. Estados Unidos fue pionero, implementando el crédito fiscal por ingresos del trabajo (*Earned Income Tax Credit, EITC*) en 1975. Más recientemente otros países han ido adoptando este tipo de medidas como, por ejemplo, el Reino Unido en 1999 o Suecia en 2007. Aunque las diferencias entre países son notables, tanto en los requisitos para optar a los beneficios fiscales como en su generosidad, el objetivo que persiguen estas medidas es común: dar una ayuda financiera a los hogares de menores ingresos sin que ello desincentive su participación en el mercado laboral. Para conseguirlo, el importe del crédito fiscal se incrementa con los ingresos del hogar (hasta cierto umbral), es decir, a mayores ingresos laborales mayor es el importe del crédito fiscal, de tal manera que los hogares tienen incentivos a trabajar más y no menos.

Comparación de los ingresos de los hogares antes y después del crédito fiscal por ingresos del trabajo (EITC) en Estados Unidos



En Estados Unidos, y también en otros países, el EITC es un crédito fiscal reembolsable, es decir, los beneficios fiscales pueden llegar a superar los impuestos pagados y, por lo tanto, supone un complemento neto a los ingresos del hogar. Se estructura en 3 fases en función de los ingresos y la composición del hogar (véase gráfico). En la primera fase («*phase-in*»), el importe del EITC se incrementa con los ingresos. Por ejemplo, un hogar compuesto por una pareja casada y 3 hijos con ingresos anuales de 10.000 dólares recibe 4.500 dólares adicionales en concepto de EITC, situando sus ingresos anuales totales en los 14.500 dólares. En una segunda fase («*plateau*»), se obtiene el importe máximo del EITC entre un rango de ingresos determinado. En el ejemplo anterior, el EITC máximo es de 5.891 dólares que lo perciben los hogares con ingresos anuales entre 13.000 y 22.250 dólares. Finalmente, en la tercera fase («*phase-out*»), el importe del EITC se va reduciendo hasta llegar a un umbral a partir del cual los hogares dejan de percibir el EITC. En el ejemplo anterior, este umbral se sitúa en los 50.200 dólares.

Esta estructura incrementa la progresividad del impuesto sobre la renta, siendo pues una medida redistributiva focalizada en complementar los ingresos de aquellos hogares con un mayor riesgo de pobreza.

Existe una amplia literatura académica que demuestra la efectividad de estos programas con relación a sus objetivos de aumentar la participación laboral y los ingresos de estos hogares. No es de extrañar que los efectos más notables se concentren en aquellos colectivos que antes de la introducción de las medidas tenían una tasa de participación laboral baja y, en especial, los que tenían un bajo nivel educativo. Destacan los efectos sobre las mujeres en hogares monoparentales y las mujeres en hogares biparentales con la pareja en el paro. Blundell, Brewer y Shephard (2005)⁽¹⁾ estiman que la introducción del crédito fiscal para

(1) «Evaluating the labour market impact of Working Families' Tax Credit using difference-in-differences». HM Customs and Revenue Working Paper 4 (2005).

familias trabajadoras en el Reino Unido en 1999 incrementó la participación laboral de las mujeres en hogares monoparentales en 3,6 puntos porcentuales y en 2,6 puntos porcentuales para las mujeres en hogares biparentales con la pareja en el paro. Sin embargo, estas medidas tienen el inconveniente que pueden llegar a desincentivar la participación laboral de aquellos hogares en los que los ingresos adicionales que se obtienen si trabaja una segunda persona hacen que se supere el umbral para la percepción del incentivo fiscal. Así, por ejemplo, el EITC desincentiva la participación laboral de las mujeres casadas cuando su pareja trabaja. De todos modos, la literatura empírica muestra que este segundo efecto es menor y, por lo tanto, el empleo total tiende a aumentar gracias a estos incentivos.

El EITC reduce la pobreza de forma directa al suplementar los ingresos de los trabajadores de bajos salarios. Según estimaciones del Center on Budget and Policy Priorities, en Estados Unidos en 2011 el EITC permitió que los ingresos de 6,1 millones de personas, incluyendo 3,1 millones de niños, se situaran por encima del umbral de pobreza⁽²⁾. Pero, además, las ventajas del EITC también se manifiestan en el largo plazo: al fomentar la participación laboral se favorece la acumulación de capital humano. Al mismo tiempo, los perceptores de estos incentivos fiscales son menos dependientes de las ayudas sociales, lo que permite que estas medidas se paguen por sí mismas. Es decir, el coste del incentivo fiscal para el erario público se compensa con los ingresos adicionales recaudados por el impuesto sobre la renta y el menor coste de las ayudas sociales.

A pesar de que las ventajas del EITC parecen claras, su uso entre los países de la OCDE no es generalizado (aunque cada vez está más extendido). Ello contrasta con el elevado número de países que, desde hace décadas, establecieron un salario mínimo con el fin de proteger los ingresos de los trabajadores de menores salarios. Sin embargo, el EITC es una medida mucho más focalizada para luchar contra la pobreza al fijarse en función de los ingresos totales del hogar. Por el contrario, la mayoría de trabajadores que reciben el salario mínimo no son los principales perceptores de ingresos del hogar y, en muchos casos, no acostumbran a vivir en hogares en riesgo de pobreza (por ejemplo, estudiantes). Además, el salario mínimo puede tener efectos negativos sobre la creación de puestos de trabajo. El EITC, en cambio, contribuye a la creación de lugares de trabajo e incluso puede favorecer la afloración de empleo sumergido ya que, para poderlo percibir, los trabajadores deben demostrar sus ingresos en la declaración de la renta. Por contra, también hay que tener en cuenta que la introducción del EITC puede presionar a la baja los salarios, aunque la retribución final incluyendo el crédito fiscal se mantenga. Así, Rothstein (2010)⁽³⁾ estima que por cada dólar de EITC, los ingresos fiscales de los trabajadores solo aumentan en 73 céntimos, ya que los empleadores pueden reducir los salarios pagados al ser estos complementados por el incentivo fiscal.

En conclusión, el diseño de un sistema tributario óptimo dista de ser una tarea sencilla. La fiscalidad tiene efectos muy relevantes sobre las decisiones individuales, en especial sobre determinados colectivos cuyas decisiones de participación laboral son muy sensibles a los distintos incentivos financieros. La complejidad es aún mayor cuando se tienen en cuenta las interacciones con las ayudas sociales o el sistema público de pensiones. En este sentido, hay que perseverar en la búsqueda de soluciones creativas que equilibren los objetivos de garantizar unos ingresos suficientes a todos los ciudadanos sin desincentivar la participación laboral, al mismo tiempo que contengan el coste de financiación pública.

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

(2) Center on Budget and Policy Priorities, «Policy Basics: The Earned Income Tax Credit» (2013).

(3) «Is the EITC as Good as an NIT? Conditional Cash Transfers and Tax Incidence». American Economic Journal: Economic Policy, 2(1): 177-208 (2010).

Impuesto de sociedades: propuestas para eliminar el subsidio a la deuda

El pasado abril, Apple emitió bonos por valor de 17.000 millones de dólares para ayudar a financiar un plan de recompra de acciones. La compañía tecnológica dispone de una posición de liquidez privilegiada (145.000 millones de dólares) pero la mayor parte se encuentra fuera de las fronteras norteamericanas. Repatriar el efectivo hubiera supuesto una factura fiscal considerablemente mayor que el coste de la deuda corporativa, de ahí que optaran por endeudarse. Además, el coste por intereses es deducible en el impuesto de sociedades. La estrategia de Apple es un ejemplo claro de cómo la fiscalidad no es neutral a la hora de determinar la estructura de financiación de las empresas.

En este sentido, los sistemas tributarios generalmente permiten que el coste de la deuda sea deducible pero no así el coste de los recursos propios, lo que supone un subsidio implícito al endeudamiento. Así, y manteniendo el resto de variables constantes, una empresa con un nivel de apalancamiento alto paga menos por el impuesto de sociedades que compañías más capitalizadas. Este sesgo impositivo a favor de la deuda conlleva al menos tres implicaciones económicas. En primer lugar, provoca un aumento del apalancamiento que acentúa la inestabilidad financiera en los ciclos económicos. Por otra parte, penaliza a aquellas empresas que tienen dificultades para acceder al mercado de deuda o al crédito y basan fundamentalmente su financiación en el capital o patrimonio de los accionistas. Este es el caso, por ejemplo, de empresas con riesgo elevado y volatilidad en los resultados, como las *start-ups* dedicadas a la innovación o las empresas nuevas. Finalmente, la recaudación del impuesto de sociedades acaba resultando menor por la existencia de este subsidio implícito a la deuda (el impacto es mayor cuanto mayores son los tipos de interés).

En los últimos años, algunos países han introducido reformas fiscales que han limitado el sesgo a favor de la financiación en forma de deuda. Sin embargo, no se ha establecido una neutralidad completa. En general, se han barajado dos opciones: un tipo de propuestas consiste en eliminar las deducciones por pago de interés (y establecer así una denominada *Comprehensive Business Income Tax*). La eliminación de las deducciones asegura la neutralidad fiscal pero a costa de encarecer la financiación con deuda y de reducir, a corto plazo, los incentivos a la inversión.

Otra alternativa (*ACE, Allowance for Corporate Equity*) consiste en deducir el rendimiento notional del capital en el cálculo de los beneficios societarios, a la vez que se mantienen las deducciones al tipo de interés de la deuda. Para calcular el rendimiento notional de los recursos propios, se puede utilizar como referencia un tipo de interés libre de riesgo, como el de los bonos soberanos, y añadirle una prima de riesgo (algo que no siempre sucede en la práctica). Esta propuesta, realizada en 1991 por el Instituto de Estudios Fiscales británico, no distorsiona el coste de la financiación y garantiza una misma factura fiscal independientemente de la estructura de pasivo y patrimonio neto de las empresas. No obstante, aplicar este esquema comporta menos ingresos para la Administración pública porque, al introducir nuevas deducciones, la base imponible se reduce.

De Mooij y Devereux⁽¹⁾ han estimado los efectos que tendría la introducción del ACE en la Unión Europea mediante el uso de distintos escenarios y simulaciones. En el caso de mantener el tipo nominal del impuesto de sociedades y compensar la menor recaudación a través de un aumento de impuestos sobre el consumo, se estima que la ratio de apalancamiento (deuda sobre total de activos) se reduciría en torno a 5 puntos porcentuales mientras que la inversión crecería un 6%. Aquellos países con los impuestos de sociedades más altos y, por tanto, con una distorsión mayor serían los más beneficiados de la medida. Ejemplos de ello serían Alemania, Italia y España.

En cambio, los beneficios de la reforma son mucho más reducidos si se incrementa el tipo nominal del impuesto de sociedades para compensar la disminución de la base imponible. En el supuesto de que un país incrementase el impuesto de sociedades de forma unilateral, la movilidad del capital junto con el arbitraje fiscal de las grandes empresas tendería a neutralizar los beneficios derivados de la reforma. Por este motivo, cualquier iniciativa que vaya en esta dirección tendrá más garantías de éxito si su implementación es coordinada a nivel internacional, como en el marco de la Unión Europea.

De Mooij⁽²⁾ estima que, en promedio, el descenso de los ingresos fiscales derivado de la aplicación del ACE sería del orden del 0,5% del PIB. Un modo de reducir este impacto consiste en permitir las deducciones fiscales únicamente para el capital nuevo, ya sea proveniente de beneficios retenidos o de nuevas emisiones. Permitir deducciones también para los recursos propios existentes supondría un coste fiscal elevado en el corto plazo sin que ello modificara los incentivos de las empresas.

(1) «An applied analysis of ACE and CBIT reforms in the EU» (2011). *International Tax and Public Finance*, Vol. 18, Nº 1, pp. 93-120.

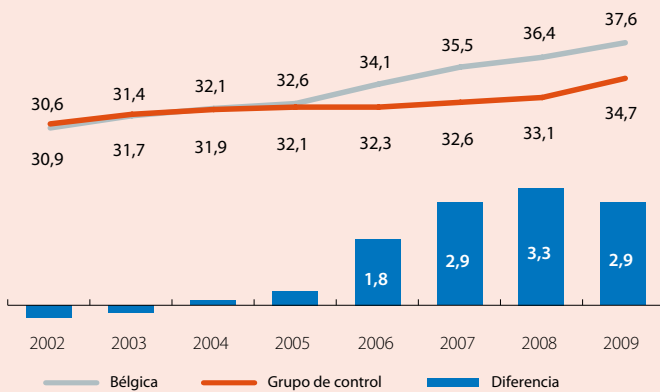
(2) «Tax Biases to Debt Finance: Assessing the Problem, Finding Solutions» (2011). *IMF Staff Discussion Note*.

Existen ejemplos de países que han modificado sus sistemas tributarios para incorporar el esquema ACE. Austria, Italia y Croacia introdujeron deducciones del rendimiento del capital pero las eliminaron años más tarde cuando redujeron los tipos nominales de los impuestos de sociedades. El sistema brasileño actualmente permite este tipo de deducciones aunque están limitadas a la distribución de dividendos y no a los beneficios retenidos. Hasta la fecha, Bélgica es el caso paradigmático de la reforma ACE.

Desde 2006, el sistema belga permite deducir de los beneficios societarios el rendimiento teórico de los recursos propios. Para calcularlo, se usa el tipo medio de los bonos soberanos a diez años, que se situó en torno al 4% entre 2006 y 2011. Sin embargo, el Gobierno limitó el tipo al 3% en 2012 y lo ha reducido nuevamente al 2,7% en 2013. La mayor parte de las sociedades pueden beneficiarse de esta medida y no existen requerimientos en términos de retención de beneficios ni inversión. Se utiliza el saldo medio ponderado del capital durante el año y los resultados del ejercicio no se incluyen en el cómputo del año presente. Inicialmente, si el rendimiento teórico del capital propio superaba el valor de los beneficios, se permitía generar activos fiscales diferidos con siete años de caducidad pero, en 2012, se eliminó esta posibilidad.

Mayor capitalización tras la reforma ACE en Bélgica

Recursos propios, sobre activos totales (%)



Fuente: Panier, Pérez-González y Villanueva (2013).

En un artículo reciente, ganador del V Premio Jaime Fernández de Araoz sobre Corporate Finance, Panier, Pérez-González y Villanueva⁽³⁾ han demostrado que la reforma belga ha impactado significativamente en la estructura de financiación de las empresas. La ratio de recursos propios sobre activos totales de las grandes y medianas empresas belgas aumentó en 5 puntos porcentuales, del 32,6% al 37,6%, entre 2005 y 2009. Utilizando como grupo de control las compañías de los países vecinos (Francia, Alemania, Luxemburgo y Países Bajos), los autores estiman que la reforma fue responsable directa de al menos 3 puntos porcentuales de este aumento. El ascenso vino explicado por el incremento de los recursos propios en términos absolutos y no tanto por la reducción de la deuda, que descendió solo ligeramente. Las empresas se capitalizaron mediante nuevas emisiones de capital y prácticamente no han alterado su política de dividendos ni de retención de beneficios.

El caso belga da buena muestra del alcance de las distorsiones del impuesto de sociedades sobre la estructura de financiación. Si bien la reforma ACE tiene repercusiones fiscales, puede contribuir a solventar retos coyunturales y estructurales. Coyunturales: en la medida que facilita el proceso de recapitalización de las empresas en periodos de desapalancamiento como el actual. Y estructurales: garantizando la neutralidad fiscal en el tratamiento de la deuda.

Pau Labró Vila

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

(3) «Capital Structure and Taxes: What Happens When You (Also) Subsidize Equity?» (mayo 2013). Working Paper, Stanford University.



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

El ahorro y la eficiencia energéticos: un impulso para la competitividad de la economía española

Pere Miret, 08/2012

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

Eduardo Pedreira, 07/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

Inversiones financieras en España: impacto de la inestabilidad en los mercados

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

El sobreendeudamiento de las empresas españolas: ¿problema común o de unas pocas?

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

Hungría y la ayuda financiera de la UE y el FMI: ¿cambio en el mapa de riesgos?

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

Oriol Aspachs-Bracons y Joan Daniel Pina, 01/2012

¿Cuándo se recuperarán los precios de la vivienda en Estados Unidos?

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

Perspectivas de desalancamiento en España

Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell y Jordi Gual

Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat 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
- 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

