

# IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 372 | OCTUBRE 2013



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*La Fed aplaza el inicio de su estrategia de salida*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Emergentes en apuros: ¿quién es quién?*

### UNIÓN EUROPEA

*El paciente inglés*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*El reloj inmobiliario: ¿hora de levantarse?*

## DOSSIER: EL DESAPALANCAMIENTO DE LOS PAÍSES PERIFÉRICOS

---

*Mochilas, deudas y otras cargas que calibrar*

*Alternativas cuando la carga de la deuda pública se hace insostenible*

*La periferia está apalancada, ¿cómo se desapalancará?*

*Deuda pública periférica: ¿sostenible a largo plazo?*

**INFORME MENSUAL**

Octubre 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](http://www.lacaixaresearch.com)

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

Para suscripciones (altas, bajas...):

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

Fecha de cierre de esta edición:

30 de septiembre 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 *Divisas emergentes: ¿castigo excesivo?*10 *La Fed aplaza el inicio de su estrategia de salida***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *La recuperación de la vivienda en EE. UU.: ¿cuán sólidos son sus fundamentos?*16 *Emergentes en apuros: ¿quién es quién?***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Grecia: se abre el debate sobre un nuevo rescate*22 *El paciente inglés***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *El reloj inmobiliario: ¿hora de levantarse?*28 *El sector del automóvil: sobre ruedas*29 *Contención salarial, competitividad y exportaciones***32 DOSSIER: EL DESAPALANCAMIENTO DE LOS PAÍSES PERIFÉRICOS**32 *Mochilas, deudas y otras cargas que calibrar*  
Marta Noguer34 *Alternativas cuando la carga de la deuda pública se hace insostenible*36 *La periferia está apalancada, ¿cómo se desapalancará?*  
Oriol Aspachs Bracons y Judit Montoriol-Garriga38 *Deuda pública periférica: ¿sostenible a largo plazo?*  
Joan Daniel Pina

## EDITORIAL

### FRAGILIDAD

Los datos más recientes de la economía española apuntan a una estabilización de la actividad, con suaves alzas en los próximos trimestres. La fragilidad, sin embargo, es elevada. La magnitud de los desequilibrios que aún padece la economía significa que es muy vulnerable, especialmente ante una evolución adversa de los mercados financieros internacionales.

Tal vez el riesgo más significativo es el que emana de los EE. UU., país inmerso en un complejo ejercicio de retirada de liquidez que, por la importancia del mercado financiero estadounidense en la economía internacional, va a tener vastas consecuencias a escala planetaria.

La reanudación del crecimiento en los EE. UU. tras la crisis financiera internacional de 2008-09 es el resultado de diversos factores, pero sin duda el más importante es el enorme impulso monetario que han supuesto las sucesivas rondas de expansión cuantitativa (*quantitative easing*). Deshacer esa política monetaria expansiva no ortodoxa no va a ser una tarea sencilla. El simple anuncio, el pasado mes de mayo, de que el ejercicio iba a empezar en pocos meses (el famoso *tapering*) ha tenido a lo largo del verano enormes efectos en muchos mercados financieros y, de manera especial, en los tipos de interés a largo plazo y los mercados de divisas emergentes. Ha obligado a las autoridades monetarias y fiscales de muchos países a alterar sus planes de política económica para que el impacto de los cambios en los flujos de capitales internacionales no alterara el rumbo básico de sus economías. ¿Qué sucederá el día en que, efectivamente, se inicie la estrategia de salida de la política monetaria no ortodoxa?

De momento, la Reserva Federal ha postergado el *tapering*. En parte, alarmada por la adversa y rápida reacción de los mercados al mero anuncio de una disminución en el ritmo de compras de deuda. Pero también, a la vista de los datos poco concluyentes sobre el vigor de la recuperación económica y de las complejas negociaciones presupuestarias a las que se enfrenta la Administración Obama este otoño.

Sin embargo, la decisión sobre la disminución y eventual retirada de los impulsos monetarios deberá tomarse y es preciso calibrar los riesgos que conlleva. Si la estrategia de salida se implanta con excesiva celeridad, se corre el riesgo de cercenar una recuperación económica que aún es débil, lo que provocaría una recaída en la recesión. Esto es lo que ha valorado la Fed en su decisión de septiembre, sorprendiendo a los mercados financieros. La postergación del *tapering*, aunque solo sea durante unas semanas, ha empujado las bolsas hacia arriba y los tipos de interés a largo de las economías de referencia hacia abajo. Los capitales también han vuelto a las economías emergentes.

Por otro lado, si la retirada de la inyección monetaria es demasiado tardía los riesgos no son menores. Si la recuperación gana suficiente vigor, las presiones inflacionistas pueden crecer y enquistarse. Se pueden alimentar también nuevas burbujas financieras. En este escenario la subida de tipos necesaria probablemente sería elevada, difícilmente soportable incluso por una economía que hubiera alcanzado velocidad de crucero. En cualquier caso, la alta volatilidad provocada por el proceso de disminución de los estímulos monetarios va a ser inevitable.

Para la economía española el dilema de la política monetaria norteamericana va a ser crucial. Un *tapering* temprano transmite tipos altos a la zona euro, lo que tenderá a frenar el ritmo de recuperación en nuestra área monetaria. La ralentización será aún mayor si el *tapering* hace descarrilar la recuperación en los EE. UU., un socio comercial muy importante para la zona euro.

Un *tapering* tardío podría comportar en última instancia tipos de interés aún más altos, y sería más difícil evitarlos en Europa. Aunque, como contrapartida, ese impacto adverso sucedería en un entorno más benigno, con una recuperación algo más asentada en la eurozona.

Temprana o tardía, la retirada de la política monetaria laxa en EE. UU. es una amenaza para la frágil economía española, por lo que urge continuar reduciendo los desequilibrios y, de este modo, estar mejor capacitados para soportar los embates que provengan de los mercados financieros internacionales.

**Jordi Gual**  
Economista Jefe  
30 de septiembre de 2013

## RESUMEN EJECUTIVO

### RECUPERACIÓN ECONÓMICA Y FOCOS DE INESTABILIDAD POLÍTICA

**La política vuelve a ser protagonista a ambos lados del Atlántico.** En EE. UU. se han suspendido los pagos discrecionales no esenciales (aproximadamente una sexta parte del gasto federal) por la incapacidad de demócratas y republicanos de alcanzar un acuerdo sobre los presupuestos. De todos modos, el impacto sobre la actividad económica se estima moderado, siempre y cuando la situación se reconduzca con prontitud. En este sentido, tanto la presión de los mercados como la propia responsabilidad de los principales líderes políticos hace pensar que se llegará a un acuerdo antes de que se alcance el techo de deuda (previsto para el 17 de octubre). Al otro lado del Atlántico la política también ha sido protagonista. En Italia, un nuevo episodio de diferencias entre los distintos partidos que forman la coalición de gobierno volvió a recordar que los apoyos con los que cuenta el actual presidente de la república son extremadamente frágiles y que, difícilmente, podrá llevar a cabo la agenda de reformas que el país transalpino precisa. En Alemania, en cambio, Angela Merkel consiguió una contundente victoria en las elecciones al Parlamento. El aval que eso supone de la gestión que ha desempeñado durante la crisis de deuda soberana le dará todavía más fuerza para continuar liderando el proceso de refundación de las instituciones europeas a paso lento, pero firme.

**Los bancos centrales siguen dispuestos a apoyar la recuperación.** A pesar de las turbulencias políticas, los indicadores económicos de 3T de las principales economías desarrolladas siguen apuntando a una mejora de la actividad. Con todo, la Fed, en la reunión de septiembre, decidió retrasar la reducción de estímulos (*tapering*) a la espera de que la recuperación económica se consolidara. Esta decisión tomó por sorpresa a la mayoría de analistas y la respuesta de los mercados no se hizo esperar: la rentabilidad de la deuda pública de EE. UU. cayó, la bolsa subió con fuerza y el dólar se depreció respecto a otras divisas como el euro o las de los países emergentes. En la eurozona, los tipos de interés del mercado monetario y de la deuda soberana retrocedieron. El BCE considera que una subida de tipos podría hacer descarrilar el frágil proceso de recuperación, y ha indicado que está dispuesto a efectuar una nueva subasta de liquidez a largo plazo en caso de que se produzca un nuevo repunte de los tipos de interés del mercado interbancario, ya sea por el *tapering* de la Fed o por la proximidad de la fecha de devolución de las operaciones de financiación a 3 años de diciembre de 2011 y febrero de 2012.

**Las tensiones en los países emergentes remiten.** Tras las turbulencias financieras de agosto, la decisión de la Fed de posponer el *tapering*, junto con una progresiva normaliza-

ción de los flujos de capital, han ayudado a calmar los mercados financieros y de divisas de los países emergentes: la depreciación de sus monedas se ha moderado, la salida de capitales se ha frenado y las bolsas muestran una tendencia alcista. Pero una vez superada esta fase, no hay que olvidar que aún persisten los desequilibrios macroeconómicos que exacerbaban las tensiones en los cinco países más vulnerables (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica). Ello hace necesario solucionar los problemas de fondo con la implementación de reformas. Por el momento, las sorpresas positivas de los indicadores de actividad de China y Brasil han contribuido a afianzar una visión más optimista sobre las perspectivas de crecimiento de los emergentes.

**La eurozona sigue creciendo, aunque de forma moderada, respaldada por los avances hacia la unión bancaria.**

Los indicadores adelantados de 3T confirman la tendencia alcista de los últimos meses y apuntan a que el crecimiento del PIB que se inició en 2T se está consolidando. Aun así, el crecimiento seguirá siendo leve mientras los procesos de ajuste de los balances públicos y privados no se completen. Para reducir los riesgos a la baja, es clave que se fortalezca la gobernanza de las instituciones europeas. En este sentido, el Parlamento Europeo dio luz verde al supervisor bancario único, que otorga la capacidad de supervisar todos los bancos de la eurozona al Banco Central Europeo. Ello representa un paso más hacia la unión bancaria, una pieza clave para asentar las bases de una unión económica sólida capaz de afrontar la próxima crisis en condiciones.

**La economía española podría anotar la primera tasa de crecimiento positiva** en 3T 2013 tras nueve trimestres de contracción. Los últimos indicadores de actividad no han decepcionado y sus registros son compatibles con una expansión muy moderada del PIB en 3T 2013. El sector exterior sigue siendo el motor de la recuperación, pero un menor retroceso de la demanda interna es la clave para registrar la primera tasa de crecimiento intertrimestral positiva desde 1T 2011. De todos modos, se espera que la salida de la recesión sea muy gradual. La troika, al concluir su cuarta misión para examinar el cumplimiento del programa de asistencia financiera al sector bancario español, recomienda reforzar aún más los balances de los bancos para que estos, a su vez, puedan mejorar la capacidad crediticia. También apunta que es sumamente importante seguir con el impulso reformista, y recuerda que el cumplimiento de los objetivos de déficit es esencial para consolidar la mejora de la confianza de los mercados. Estas recomendaciones, sin lugar a dudas, ayudarán a afianzar un crecimiento sostenible a largo plazo.

## Cronología

### 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 tenedores de depósitos bancarios superiores 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 inferiores por un periodo de tiempo prolongado.
- 12 El Gobierno aprueba la **reforma energética** para abordar el déficit de tarifa eléctrica.

### SEPTIEMBRE 2013

- 12 El Parlamento Europeo da luz verde al **mecanismo único de supervisión bancaria** que otorga la capacidad de supervisar todos los bancos de la eurozona al Banco Central Europeo.

## Agenda

### OCTUBRE 2013

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

### NOVIEMBRE 2013

- 5 Afilación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.  
Índice de producción industrial (septiembre).
- 14 Avance del PIB de la eurozona y Japón (tercer trimestre).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (septiembre).
- 20 Comercio exterior (septiembre).
- 26 Ingresos y gastos del Estado (octubre).
- 28 Contabilidad Nacional Trimestral (tercer trimestre).  
Avance IPC (noviembre).  
Índice de sentimiento económico eurozona (noviembre).
- 29 Balanza de pagos (septiembre).

## 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
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>									
<b>Mundial</b>	3,2	3,2	4,0	3,2	2,9	2,8	3,0	3,2	3,5
<b>Países desarrollados</b>									
Estados Unidos	2,8	1,6	2,8	3,1	2,0	1,3	1,6	1,4	2,1
Eurozona	-0,6	-0,3	1,0	-0,7	-1,0	-1,0	-0,5	-0,1	0,6
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	2,0	1,8	0,4	0,3	0,1	1,3	3,1	3,4
Reino Unido	0,2	1,1	1,5	0,1	0,0	0,3	1,5	1,0	1,5
<b>Países emergentes</b>									
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	0,7	0,6	1,1	1,8	2,8
Turquía	2,3	3,7	4,6	1,5	1,4	2,9	4,4	3,5	3,9
<b>INFLACIÓN</b>									
<b>Mundial</b>	3,7	3,2	3,4	3,6	3,6	3,3	3,2	3,2	3,2
<b>Países desarrollados</b>									
Estados Unidos	2,1	1,5	1,8	1,7	1,9	1,7	1,4	1,6	1,5
Eurozona	2,5	1,5	1,6	2,5	2,3	1,8	1,4	1,3	1,4
Alemania	2,1	1,7	1,7	2,1	2,0	1,8	1,5	1,7	1,6
Francia	2,2	1,1	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	1,1	1,6
España	2,4	1,7	1,4	2,8	3,1	2,6	1,7	1,2	1,1
Japón <sup>(1)</sup>	0,0	0,3	2,7	-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	2,5	2,2
<b>Países emergentes</b>									
Rusia	5,0	6,6	4,8	6,0	6,5	7,1	7,2	6,4	5,8
China	2,7	2,6	2,6	1,9	2,1	2,4	2,4	2,6	2,9
India <sup>(2)</sup>	7,6	6,0	5,9	7,9	7,3	6,7	4,8	5,9	6,5
Brasil	5,4	6,1	5,5	5,2	5,6	6,4	6,6	6,1	5,4
México	4,1	3,7	3,5	4,6	4,1	3,7	4,5	3,4	3,3
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) 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
<b>Agregados macroeconómicos</b>									
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
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Otras variables</b>									
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	1,2	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	0,26	0,28
Líbor 12 meses	1,01	0,71	0,79	1,04	0,88	0,77	0,70	0,67	0,70
Deuda pública a 2 años	0,27	0,33	0,70	0,26	0,27	0,26	0,26	0,36	0,43
Deuda pública a 10 años	1,78	2,34	3,05	1,62	1,69	1,93	1,98	2,70	2,77

## Euro

Refi 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	0,22	0,20
Euríbor 12 meses	1,11	0,53	0,53	0,89	0,60	0,57	0,51	0,54	0,50
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,43	-0,01	0,01	0,11	0,06	0,17	0,20
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,64	1,99	1,42	1,42	1,51	1,41	1,78	1,86

## TIPOS DE CAMBIO

\$/euro	1,29	1,32	1,32	1,25	1,30	1,32	1,31	1,32	1,32
¥/euro	102,71	128,87	135,84	98,44	105,44	121,84	128,88	131,09	133,67
£/euro	0,81	0,85	0,85	0,79	0,81	0,85	0,85	0,86	0,85

## PETRÓLEO

Brent (\$/barril)	111,38	107,69	107,47	109,19	109,52	112,23	103,16	109,24	106,13
Brent (euros/barril)	86,61	81,68	81,29	87,21	84,40	85,03	78,97	82,46	80,26

Previsiones



## MERCADOS FINANCIEROS

El mes de septiembre ha sido testigo de desenlaces satisfactorios en diversos frentes clave para los mercados, lo que ha permitido un buen comportamiento general. La decisión por parte de la Reserva Federal (Fed) de aplazar el inicio de su estrategia de salida, la tranquilizadora evolución de los acontecimientos en Siria y el resultado continuista de las elecciones alemanas están detrás de esta pauta constructiva. Además, las sorpresas positivas de actividad llegadas desde el bloque emergente, principalmente de China y Brasil, han contribuido a reforzar el optimismo entre los inversores.

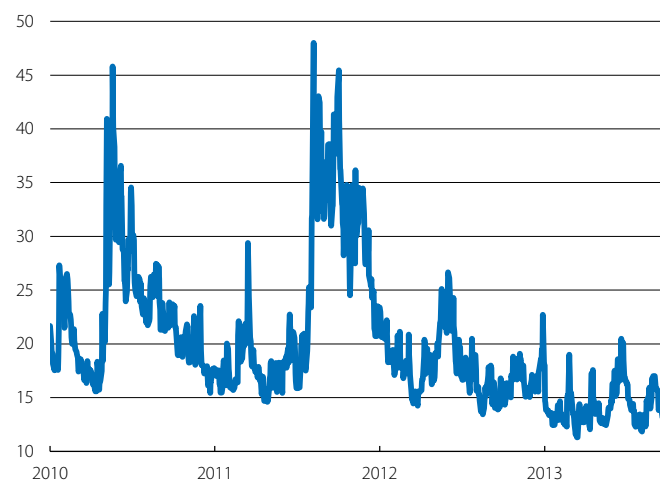
**Contra todo pronóstico, la Fed pospone el comienzo de la retirada de estímulos monetarios.** El deterioro que se venía observando en las condiciones de financiación de la economía estadounidense (en particular el repunte de los tipos hipotecarios) es la causa principal que explica esa inesperada decisión adoptada en la reunión del 18 de septiembre (véase el Focus «La Fed aplaza el inicio de su estrategia de salida»). La reacción en los mercados de deuda ha sido brusca, lo que ha dado lugar a fuertes descensos en las tasas internas de rentabilidad (*yields*) de los *treasuries* y, por extensión, del conjunto de la renta fija internacional. Así, las *yields* de los bonos públicos a diez años de EE. UU. y Alemania han abandonado la zona de máximos de dos años que alcanzaron a principios de mes y han cerrado en el 2,6% y el 1,8%, respectivamente.

**Los argumentos esgrimidos por la Fed están alineados con sus mensajes anteriores, que apuntaban hacia una normalización muy lenta de la política monetaria** con el fin de no socavar la recuperación económica. Así pues, lo más probable es que el comienzo de la reducción de estímulos se anuncie en la reunión que celebrará en diciembre. No obstante, la incertidumbre sobre esta cuestión es notable, dado que a los factores habituales relativos a la evolución de la coyuntura económica y financiera se añaden dos excepcionales: el relevo de Ben Bernanke al frente de la Fed, y la disputa presupuestaria entre republicanos y demócratas. Esto hace pensar que los mercados seguirán bajo la influencia de posibles episodios de volatilidad, aunque previsiblemente de menor recorrido e intensidad que los observados en los últimos meses.

**Las turbulencias financieras en el bloque emergente remiten de la mano de una progresiva normalización en los flujos de capital.** Tras el recrudecimiento de las tensiones en agosto, particularmente acusado en el mercado de divisas (véase Focus «Divisas emergentes: ¿castigo excesivo?»), en septiembre las monedas de los países más golpeados han corregido parte de las pérdidas frente al dólar. Las bolsas emergentes han registrado avances importantes, mientras que los *spreads* que miden el riesgo de impago, tanto soberano como corporativo, han mostrado una tendencia a la baja. La decisión de la Fed ha contribuido a todo ello. También han sido importantes los satisfactorios registros macroeconómicos publicados por China, que han ayudado a mejorar la percepción del riesgo de las eco-

### Volatilidad implícita de la bolsa de EE. UU.

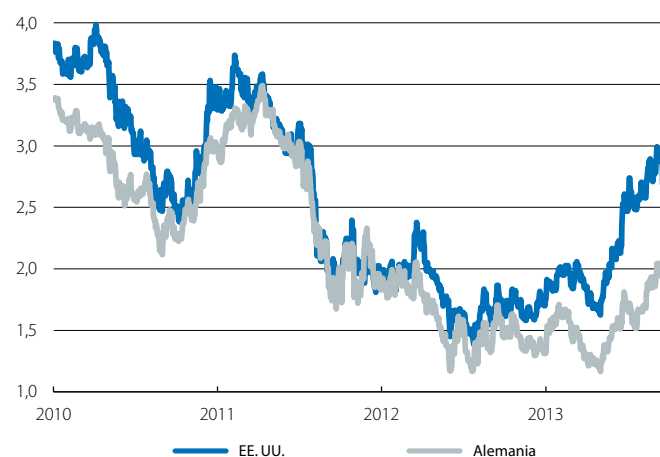
(Índice VIX)



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

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

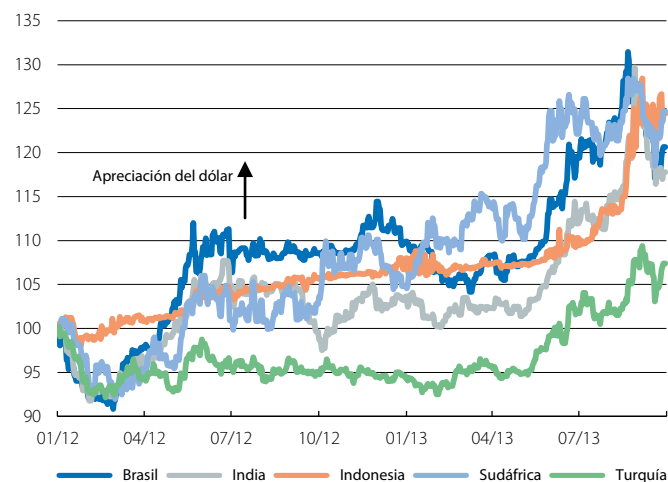
(%)



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

### Evolución de las divisas emergentes frente al dólar

(Enero 2012 = 100)



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



nomías emergentes entre los inversores internacionales. Más allá de factores exógenos, la política monetaria en buena parte de los emergentes (por ejemplo, India, Indonesia o Brasil) mantiene un sesgo hacia la restricción, con el fin de frenar la salida de capitales.

**Sin embargo, la inestabilidad no puede darse por finalizada en los países con fundamentos económicos poco sólidos.** El denominado grupo de «los cinco frágiles» (Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía) sigue siendo vulnerable a las condiciones globales de liquidez (en gran parte condicionadas por los tempos que adopte la Fed), así como a la volatilidad de los flujos internacionales de capital (cuyo comportamiento está fuertemente relacionado con el sentimiento inversor y el apetito global por el riesgo). Esto puede provocar volatilidad a corto plazo, si bien la tendencia debe encaminarse hacia una lenta pero sostenida senda hacia la normalización del entorno financiero en las regiones emergentes, al compás de la mejora del pulso económico (que empieza a ser perceptible en Brasil y China), y de avances en las reformas estructurales.

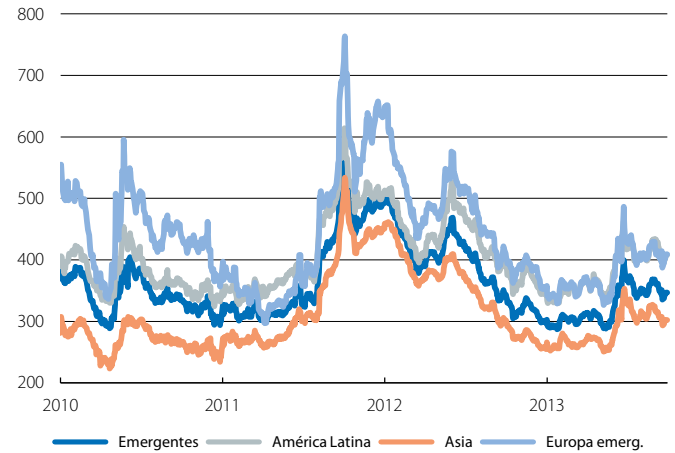
**Las condiciones de liquidez en China permanecen bajo control.** El banco central chino ha intensificado sus intervenciones en los mercados monetarios, inyectando liquidez con el propósito de evitar episodios de tensión como el ocurrido el pasado mes de junio. A pesar de la ausencia de turbulencias en el mercado interbancario, la liquidez se ha tornado menos abundante en comparación con la primera mitad del año, tal y como habían avisado las autoridades con base en su deseo de evitar la formación de burbujas. Asegurar la estabilidad del sector financiero es una pieza clave en el actual proceso de cambio del modelo de crecimiento en el que está inmersa la economía china. La transición se antoja compleja, por lo que los latentes desequilibrios financieros pueden constituir un foco de inestabilidad a corto y medio plazo.

**En clave europea, victoria contundente de Angela Merkel en las elecciones alemanas.** La coalición democristiana (CDU/CSU) se hizo con el 41,5% de los votos, su mejor resultado en más de 20 años. Sin embargo, deberá buscar nuevo socio para formar un Gobierno estable tras el mal resultado cosechado por el partido liberal, que no logró obtener representación parlamentaria. En este sentido, el partido socialdemócrata (SPD) se perfila como la alternativa de pacto más probable. De cara a la resolución de la crisis del euro, esto dibuja una perspectiva de liderazgo reforzado, continuidad en la estrategia (disciplina fiscal y reformas estructurales), pero con matices en favor de la solidaridad entre países y las políticas pro crecimiento. Los inversores han acogido favorablemente los resultados electorales esperando que se confirme la «gran coalición», así como la luz verde del Tribunal Constitucional germano al programa de compra de bonos del BCE.

**El BCE centra su atención en las condiciones monetarias de la eurozona.** La devolución anticipada por parte de los bancos de los fondos obtenidos a través de las operaciones de financiación a muy largo plazo (LTRO), efectuadas por el BCE en 2011 y

**Spreads de bonos corporativos de países emergentes (\*)**

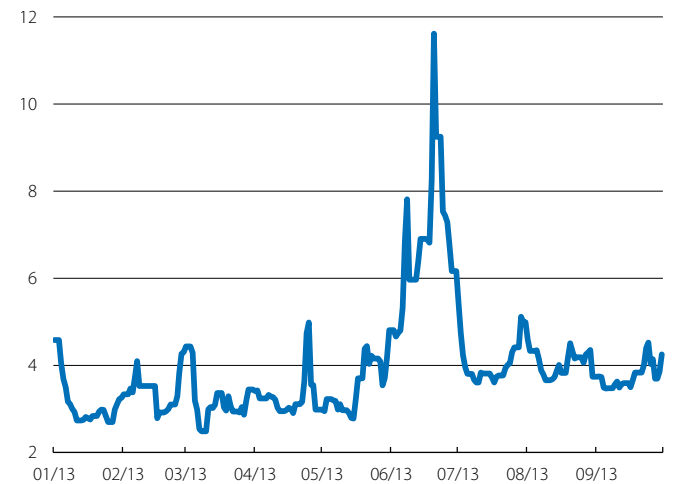
(En puntos básicos)



Nota: (\*) Bonos en dólares.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**China: tipo de interés repo a 7 días**

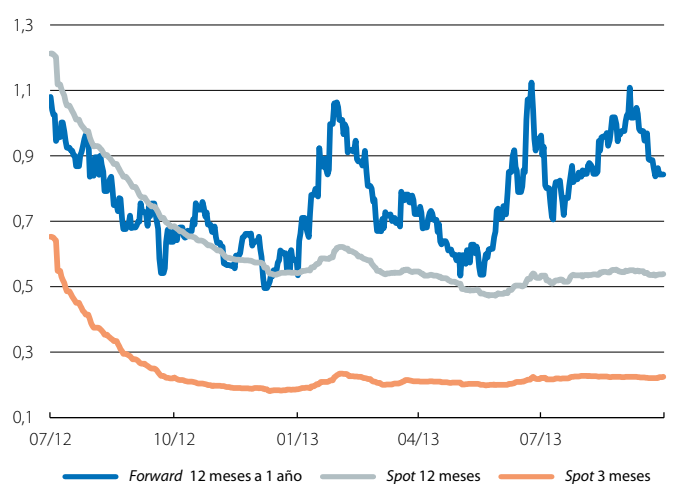
(%)



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

**Eurozona: tipos de interés euríbor**

(%)



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

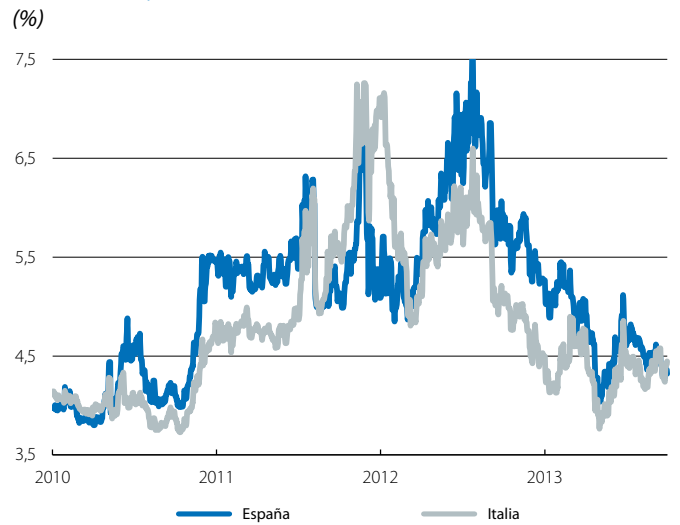
2012, ha dejado el nivel de «exceso de liquidez» muy próximo al mínimo de adecuación que contempla el BCE. Esto tiende a provocar presiones alcistas sobre los tipos monetarios, circunstancia que preocupa al BCE dado que penalizaría la frágil y tenue recuperación de la actividad económica. El propio Mario Draghi ha manifestado que la entidad está barajando la posibilidad de realizar otra inyección de liquidez a largo plazo para atajar esta amenaza, a la vez que no descarta la posibilidad de rebajar el tipo de interés oficial.

**Los mercados de deuda soberana de la periferia continúan mostrando avances, con un papel destacado para España.** La prima de riesgo española ha evolucionado en sentido favorable a lo largo de septiembre, beneficiándose del boyante entorno global y la estabilización económica local. En el tramo final del mes reapareció el fantasma de la inestabilidad tras un nuevo episodio de crisis política en Italia, pero solo de manera fugaz. En claro contraste con las pautas de 2011 y 2012, este tipo de contratiempos ya no tienen efectos devastadores, gracias sin duda a los avances que han logrado en el fortalecimiento de la UEM y en la corrección de los desequilibrios económicos. En este sentido, el cumplimiento del objetivo de déficit público para 2013 por parte de la Administración pública española cobra especial relevancia para dar continuidad a la mejora observada en los costes de financiación de los últimos meses.

**La renta variable exhibe buen tono en EE. UU., Europa y Japón con el apoyo de varios factores:** monetarios (decisión de la Fed de aplazar el inicio en la reducción de estímulos y sesgo expansivo del BCE), económicos (datos de actividad en China y la eurozona), geopolíticos (reconducción del conflicto en Siria) y empresariales (beneficios corporativos y operaciones de M&A). Como reflejo de lo anterior, los índices SP 500 y Dow Jones volvieron a batir máximos históricos en septiembre, a lo que siguió una leve corrección a finales de mes que debe entenderse como fase de consolidación transitoria. Por su parte, el Nikkei japonés ha subido con fuerza de forma casi ininterrumpida. En el viejo continente, tanto el Eurostoxx 50 como el Ibex 35 han mostrado sólidos avances en el cómputo mensual, estableciendo en ambos casos máximos de dos años. Destaca el buen comportamiento del sector bancario. En Europa, y particularmente en España, el potencial de revalorización es elevado si la recuperación económica adquiere tracción y la crisis de deuda en la eurozona continúa evolucionando de forma positiva.

**Las decisiones de la Fed fortalecen al euro,** que se aprecia hasta los 1,35 dólares, el límite superior del rango de cotización prevaleciente desde hace meses. Previsiblemente dicho rango se mantendrá, y lo más probable es que el euro vuelva a depreciarse cuando la Fed inicie la reducción en las compras mensuales de deuda. En el apartado de materias primas, destaca la moderación del precio del petróleo Brent hasta 108 dólares al hilo de la solución del conflicto sirio, respetando también su rango de fluctuación de los últimos meses (100-110 dólares). En el segmento de los metales, el comportamiento ha sido heterogéneo, repuntando el cobre debido al mejor tono de la actividad en China.

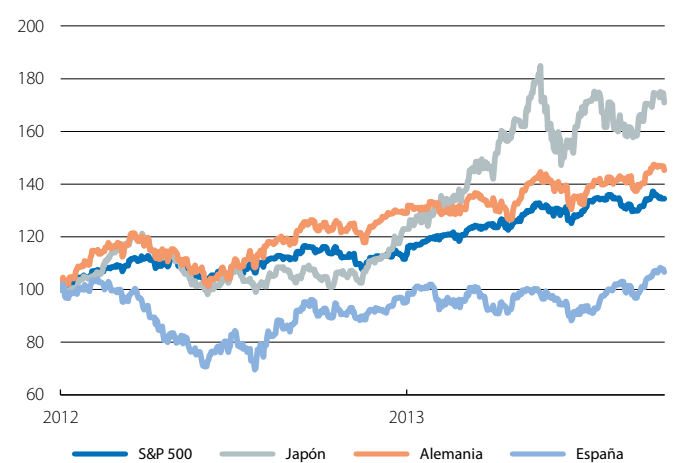
**Eurozona: yields de la deuda pública a 10 años**



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

**Evolución de las principales bolsas internacionales**

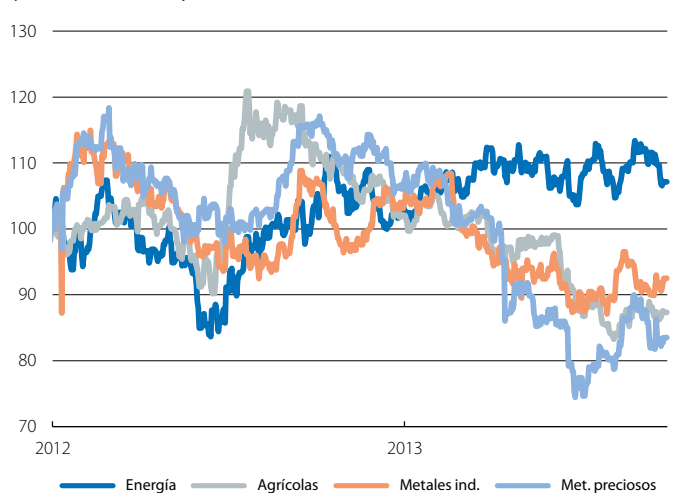
(Enero 2012 = 100)



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

**Evolución de las materias primas**

(Enero 2012 = 100)



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

## FOCUS · Divisas emergentes: ¿castigo excesivo?

Durante los últimos meses, el debate sobre el camino hacia la normalización monetaria en EE. UU. ha constituido un foco de volatilidad para los mercados globales en general y para los emergentes en particular. Una de las consecuencias más visibles del deterioro del entorno financiero en el bloque emergente han sido las severas depreciaciones registradas por las divisas, tanto frente al dólar como frente al euro. Conviene precisar, no obstante, que el alcance de este episodio de depreciaciones difiere entre países. Entre los más afectados se encuentran Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica («BIITS», o «los cinco frágiles»), mientras que otros apenas han sufrido. En el Focus «Emergentes en apuros: ¿quién es quién?» se consideran los aspectos macroeconómicos asociados con este comportamiento. También ayuda a esclarecer la cuestión examinar la magnitud de la depreciación en relación con los tipos de cambio de equilibrio. Es decir, calibrar si han servido para corregir, para acentuar o para crear desviaciones respecto al nivel de equilibrio.

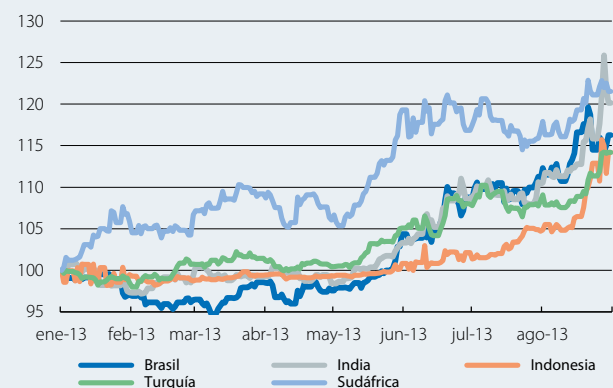
Si bien no hay una metodología estandarizada para determinar cuál es el valor apropiado o de equilibrio de una moneda, el procedimiento de «regresión de cuenta corriente» empleado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) es de gran utilidad. La especificación del modelo consta de dos etapas. En la primera se realiza una estimación del «saldo de cuenta corriente de equilibrio» en base a una serie de variables macroeconómicas y financieras que se consideran relevantes en la teoría económica, y se calcula la diferencia o *gap* entre dicha estimación y el «saldo de cuenta corriente observado» (detrayendo el componente cíclico). La segunda etapa consiste en estimar el «tipo de cambio efectivo real» que permitiría corregir el *gap*. Ello permite determinar si una divisa está sobrevalorada o infravalorada respecto a las de sus socios comerciales, y en qué magnitud. Los datos de desviación respecto al tipo de cambio de equilibrio más recientes proporcionados por el FMI se refieren a 2012.

Antes de analizar la evolución de las divisas de los BIITS entre enero y agosto de 2013 (momento álgido de las turbulencias), cabe hacer dos importantes precisiones. Primero, las depreciaciones nominales frente al dólar de las divisas seleccionadas pueden diferir considerablemente de las medidas a través del tipo de cambio efectivo real, de modo que hay que tomarlas como un indicador orientativo. Segundo, la depreciación ha revertido parcialmente desde principios de septiembre, en especial tras la decisión de la Fed de aplazar la reducción de los estímulos monetarios. Con todo, ello no altera en lo fundamental el mensaje de fondo. Los casos de la India e Indonesia presentan similitudes entre sí y difieren ligeramente de los de Brasil, Sudáfrica y Turquía.

En el caso de la rupia india, las turbulencias en los mercados cambiarios se tradujeron en depreciaciones nominales frente al dólar del 26% desde comienzos de año hasta finales de agosto, y del 15% para la rupia indonesia. Atendiendo a los resultados de equilibrio fijados por el FMI, las cuentas corrientes de 2012 estaban alineadas con sus niveles de equilibrio y, por extensión, sus tipos de cambio efectivos reales no presentaban desviaciones respecto a su valor apropiado. Parece, pues, que la depreciación de estos meses habría sido excesiva en ambos casos.

Para Brasil, Turquía y Sudáfrica las cifras del FMI advierten de un déficit por cuenta corriente excesivo y divisas sobrevaloradas en 2012, que han tendido a corregirse durante este año. En los dos primeros casos las balanzas de cuenta corriente presentaban un desequilibrio aproximado del 2% del PIB, lo que en términos de tipos de cambio efectivos reales equivaldría a sobrevaloraciones del real brasileño y la lira turca en el rango 10%-15%. De ese orden de magnitud fue precisamente la depreciación acumulada por ambas monedas frente al dólar hasta agosto. Sudáfrica presentaba un desequilibrio más preocupante en términos de déficit por cuenta corriente, muy próximo al 4%, lo que implicaba una sobrevaloración del rand entre el 15% y el 20%. No desentona, por lo tanto, que el rand haya experimentado un proceso más avanzado, persistente e intenso de depreciación, que superó con holgura el 20%.

**Evolución de divisas emergentes frente al dólar**  
(Enero 2013 = 100)



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

## FOCUS · La Fed aplaza el inicio de su estrategia de salida

El pasado día 18 de septiembre cundió la sorpresa en la reunión de política monetaria de la Reserva Federal (Fed). Contra el pronóstico casi unánime de los analistas, que esperaban un primer paso para reducir el importe de las compras mensuales de bonos, la autoridad monetaria anunció que de momento no hay cambios.

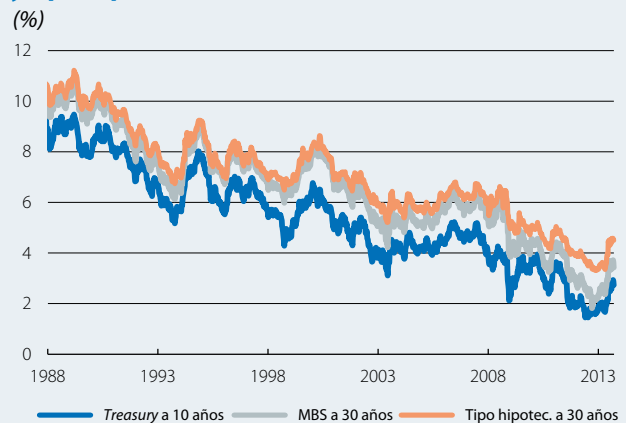
Para interpretar esta inesperada decisión conviene retroceder algo en el tiempo. Hace un año, en septiembre de 2012, la Fed puso en marcha un programa de compra de títulos hipotecarios por una cuantía de 40.000 millones de dólares mensuales, con el objetivo general de apuntalar la recuperación económica. En diciembre de 2012, decidió ampliar el programa con la adquisición de 45.000 millones mensuales de bonos del Tesoro. Posteriormente, ya en junio de este año, modificó su «política de orientación», adoptando una nueva modalidad según la cual los pasos que planea dar se condicionan a la evolución y la consecución de determinados umbrales en las tasas de desempleo y/o inflación. Entre otras referencias, la Fed comunicó que las compras de bonos se reducirán siguiendo un proceso gradual que finalizará cuando la tasa de paro descienda hasta el 7%. Sin embargo, los requisitos para iniciarlo no fueron tan concretos, y de ahí el desencuentro entre los analistas y la Fed. Por un lado, la Fed señaló que si la economía seguía evolucionando favorablemente, empezaría a reducir las compras antes de finales de 2013. Obviamente, esto incluía la reunión de septiembre pero también las de octubre y diciembre. Por otro lado, añadió una referencia genérica a la necesidad de preservar la estabilidad financiera. Posiblemente los analistas no prestaron suficiente atención a este «comodín» que se reservaba la Fed.

Para valorar la importancia que la Fed asigna a la estabilidad en los mercados financieros solo hace falta apreciar, aunque sea retrospectivamente, las declaraciones de Ben Bernanke y otros miembros de la institución durante los últimos meses, intentando repetidamente aplacar los ánimos de los inversores. Desde que se supo que la Fed estaba considerando comenzar la reducción de las compras de bonos, los inversores adelantaron sensiblemente la fecha esperada para la primera subida del tipo de interés oficial. Además, también se produjo un repunte muy brusco de las *yields* de la deuda pública a largo plazo, que se extendió al resto de segmentos de la renta fija. Un ámbito especialmente sensible es el de los préstamos hipotecarios, que si se encarecen demasiado rápido podrían abortar la reactivación del mercado inmobiliario, un motor importante del crecimiento. Parece que la Fed ha valorado que tanto el cambio de expectativas sobre el tipo oficial como el movimiento de las *yields* no eran convenientes, dado que se alejaban peli-

grosamente de su escenario deseado de normalización suave y paulatina de las condiciones financieras. El contenido del comunicado de la reunión del día 18 confirma esta impresión. En primer lugar se afirma explícitamente que «los riesgos a la baja en materia de actividad y empleo han disminuido», lo que invita a pensar que sería ya momento de moderar los estímulos, tal como esperaban los analistas. Sin embargo, a continuación la Fed advierte que «el deterioro de las condiciones financieras [...] podría reducir el ritmo de mejora de la economía y el mercado laboral», circunstancia que es la que acabó imponiéndose y determinó la decisión de esperar.

Inicialmente, la reacción de los mercados se ha alineado con los deseos de la Fed: descenso de los tipos de interés monetarios, de las *yields* de los bonos del Tesoro y del dólar, así como subidas de las bolsas. Pero este no es, ni mucho menos, el final de la historia. Capítulos parecidos posiblemente se repetirán en lo que promete ser una senda llena de baches en la estrategia de salida de la Fed. La amenaza es que la volatilidad se apodere de los mercados, o que la reputación de la entidad se vea perjudicada y los inversores pasen a exigir una mayor prima de riesgo a los activos financieros. Confiamos, sin embargo, en que la Fed maniobre con acierto, compaginando pulso firme y agilidad como hasta ahora. La próxima cita: el comité del 30 de octubre.

### EE. UU.: yields de la deuda pública, MBS y tipo hipotecario



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

## PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

### Tipos de interés (%)

	30-sep	30-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Euro</b>					
Refi BCE	0,50	0,50	0	-25,0	-25,0
Euríbor 3 meses	0,23	0,22	0	3,8	0,5
Euríbor 12 meses	0,54	0,55	-1	-0,3	-14,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,10	0,11	-1	-3,3	8,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,17	0,24	-7	18,0	11,9
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,78	1,86	-8	46,7	33,3
Deuda pública a 10 años (España)	4,30	4,54	-24	-98,7	-160,2
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	252	268	-16	-145,4	-193,4
<b>Dólar</b>					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,25	0,26	-1	-5,7	-11,0
Líbor 12 meses	0,63	0,67	-4	-21,4	-34,4
Deuda pública a 1 año	0,09	0,11	-2	-5,1	-6,6
Deuda pública a 2 años	0,32	0,40	-8	8,2	9,4
Deuda pública a 10 años	2,61	2,78	-17	88,9	102,2

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

	30-sep	30-ago	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	104	107	-3	-13,5	-29,5
Itraxx Financiero Sénior	148	150	-3	6,2	-53,3
Itraxx Financiero Subordinado	216	225	-9	-19,3	-123,8

### Tipos de cambio

	30-sep	30-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,353	1,322	2,3	2,9	5,3
¥/euro	132,930	129,800	2,4	-13,9	-24,4
£/euro	0,836	0,853	-2,0	-2,8	-4,4
¥/\$	98,270	98,170	0,1	-11,4	-20,4

### Materias primas

	30-sep	30-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	467,6	473,0	-1,1	-3,4	-6,0
Brent (\$/barril)	109,2	116,2	-6,0	-3,6	-3,8
Oro (\$/onza)	1.328,9	1.395,2	-4,7	-20,5	-25,0

### Renta variable

	30-sep	30-ago	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.681,6	1.633,0	3,0	17,9	16,4
Eurostoxx 50	2.893,2	2.721,4	6,3	10,0	16,1
Ibex 35	9.186,1	8.290,5	10,8	12,5	18,0
Nikkei 225	14.455,8	13.388,9	8,0	39,3	64,7
MSCI emergentes	987,5	929,5	6,2	-6,4	-1,8
Nasdaq	3.771,5	3.589,9	5,1	24,9	21,1



## ECONOMÍA INTERNACIONAL

La principal novedad del mes ha provenido del ámbito de la política económica, con la decisión de la Reserva Federal de mantener la expansión monetaria sin cambios por ahora. Esta resolución debería ayudar a consolidar la recuperación económica tanto en EE. UU. como en las economías emergentes, especialmente en aquellas que han sido sometidas a mayores presiones financieras (véase Focus «Emergentes en apuros: ¿quién es quién?»).

### ESTADOS UNIDOS

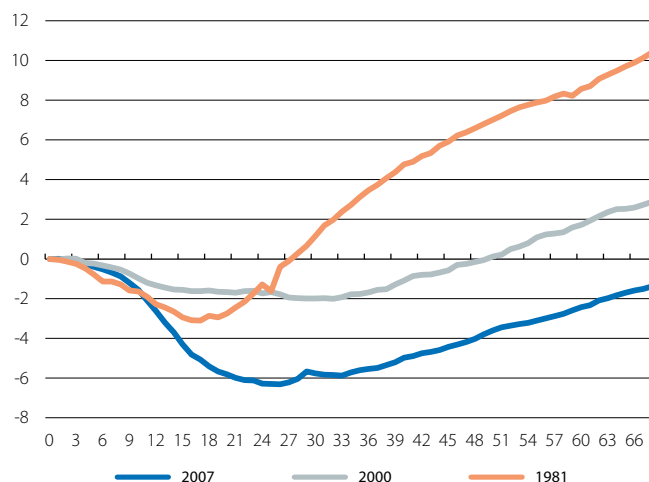
La Reserva Federal sorprende al no iniciar el *tapering*, pero la decisión halla respaldo en los indicadores macroeconómicos más recientes. El pasado 18 de septiembre, cuando mayoritariamente se esperaba que la Reserva Federal anunciara una reducción en el programa de compra de bonos (*tapering*), su presidente, Ben Bernanke, sorprendió anunciando que la medida se postergaba. Más allá de la reacción favorable de los mercados, que aplaudieron el mantenimiento de la liquidez con alzas en los activos de riesgos, es importante destacar que la decisión de la Fed se ha basado en tres argumentos. El primero, y seguramente el fundamental, es la lectura que hace el banco central estadounidense de los últimos indicadores, y entre ellos, especialmente, de la tesitura de reactivación insuficiente del mercado laboral. Un segundo aspecto que la Fed ha subrayado ha sido el tensionamiento excesivamente rápido de las condiciones monetarias. Finalmente, menciona explícitamente como riesgo a corto plazo la incertidumbre que rodea a los inminentes debates fiscales que se desarrollarán en octubre, mes en el cual se alcanzará el techo de deuda pública y que se ha iniciado con el cierre temporal de una sexta parte de los servicios federales (*shutdown*), lo que puede volver a abrir la posibilidad de una suspensión de pagos federales. Junto con esta valoración, la Fed ha actualizado sus proyecciones económicas, entre las cuales destaca la revisión a la baja del crecimiento previsto para 2014.

Ciertamente, tomados en su conjunto, los últimos datos dibujan un panorama económico con claroscuros, que permite distintos matices interpretativos, incluyendo los de la propia Fed. Las cifras más positivas son las que hacen referencia a la actividad empresarial. Los indicadores ISM de sentimiento empresarial de agosto, especialmente el del sector servicios, apuntan a que la expansión siguió avanzando en 3T. El tono del consumo no es tan exuberante, pero tampoco es negativo, como atestigua el avance en agosto de la confianza del consumidor hasta los 81,0 puntos. Aun así, hay que recordar que los niveles actuales están lejos de la tendencia a largo plazo.

Tampoco ha sido negativa la batería de indicadores del sector inmobiliario, con cifras satisfactorias tanto de ventas como de precios. Así, el índice de ventas de viviendas de la National Association of Home Builders mantuvo en septiembre ritmos de avance similares a los de julio y agosto, mientras que

### EE. UU.: recuperaciones del empleo

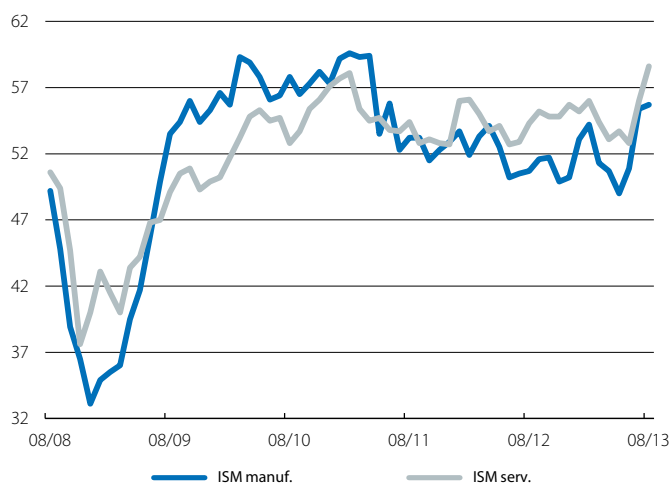
% respecto al nivel de empleo al inicio de la crisis



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

### EE. UU.: indicadores de actividad

(Índice)

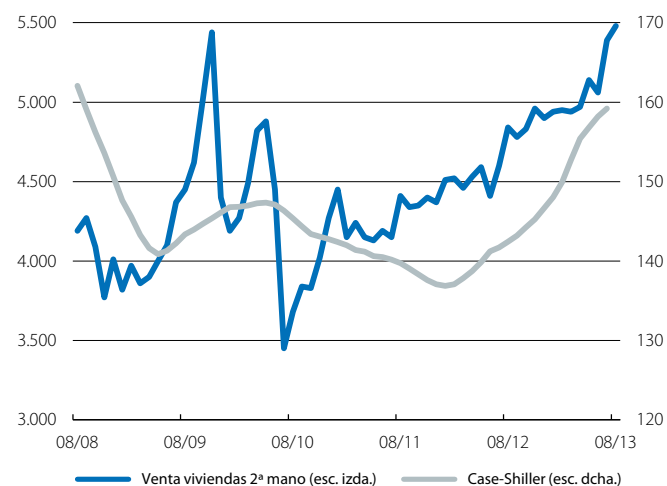


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del ISM.

### EE. UU.: venta de viviendas y precio

(Miles)

(Índice)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de NAR y Standard & Poor's.

el indicador Case-Shiller de precios registró en julio su decimo-séptimo mes consecutivo de aumento. Sin embargo, en el sector inmobiliario preocupa el rápido ascenso de los tipos hipotecarios, que han subido 1,1 puntos porcentuales desde el pasado abril, hasta el 4,5%. En otro orden de cosas, cabe mencionar que la evolución de la inflación sigue siendo contenida, con un avance del 1,5% interanual en agosto.

**En este contexto de datos moderadamente positivos y en línea con lo previsto, las cifras del mercado laboral decepcionaron.** Aunque la recuperación laboral no se trunca, sigue a un ritmo menor de lo esperado, con la creación de solo 169.000 empleos netos en agosto (la previsión era de 180.000, aproximadamente) y con la revisión a la baja de las cifras de junio y julio. Además, la exigua reducción de la tasa de paro, de una décima porcentual, hasta el 7,3%, se ha debido principalmente a una disminución de la población activa. Para completar un cuadro, si no pesimista, sí un tanto frustrante, en el mes de agosto han disminuido tanto la tasa de empleo como la tasa de actividad.

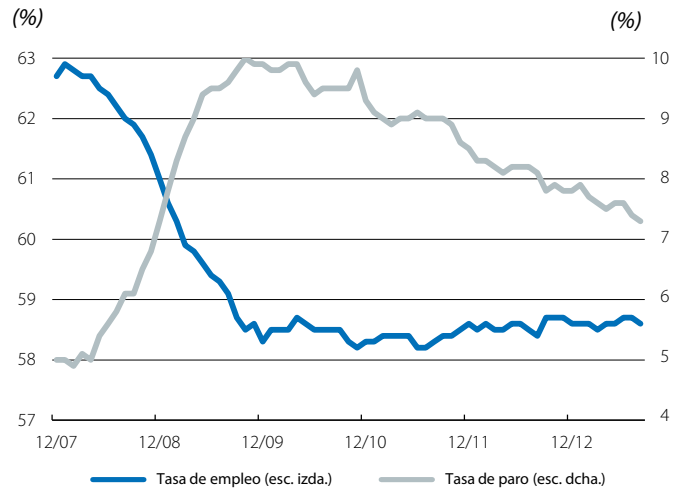
**Basándonos en todo lo expuesto, mantenemos sin cambios nuestras previsiones de crecimiento para 2013 y 2014,** pero los riesgos se acentúan ligeramente. Consideramos que los datos sustentan tanto nuestra previsión para 2013 (crecimiento del 1,6%) como para 2014 (avance del 2,8%). Con todo, sí que cabe reconocer que los riesgos a que el crecimiento finalmente registrado sea inferior a lo previsto han aumentado levemente. A corto plazo, nuestro escenario contempla un ajuste de existencias como factor de freno del crecimiento, ya que la acumulación de las mismas fue muy acusada en 2T. Además, cabe mencionar el riesgo de que las negociaciones presupuestarias retrasen decisiones de inversión y consumo en el tramo final de 2013. Por lo que se refiere al próximo ejercicio, y más allá, nos preocupa especialmente que el determinante último del consumo (el empleo) siga creciendo a un ritmo insuficiente. Mientras la renta media de los hogares no se incremente apreciablemente, esperar crecimientos sostenibles del consumo superiores al 3% se presume improbable.

**JAPÓN**

**La revisión al alza del PIB en 2T implica un mayor crecimiento en 2013, pero también la confirmación de la subida del impuesto sobre el consumo.** Aunque la primera publicación del PIB de 2T sorprendió negativamente, la revisión se ha movido en sentido contrario. El componente que se ha revisado al alza ha sido la inversión, de manera que ahora el crecimiento del PIB se sitúa en el 0,9% intertrimestral, frente al 0,6% inicialmente estimado. Este mejor tono de la actividad se moderará, probablemente, en 3T, pero, aun en esta tesitura, esperamos que el crecimiento en 2013 alcance el 2,0% interanual.

**Tras conocerse el dato, el Gobierno ha confirmado el aumento del impuesto sobre el consumo en abril de 2014 y situará dicha figura impositiva en el 8%,** frente al 5% actual. Está previsto que en 2015 se produzca una nueva subida. Con la deuda

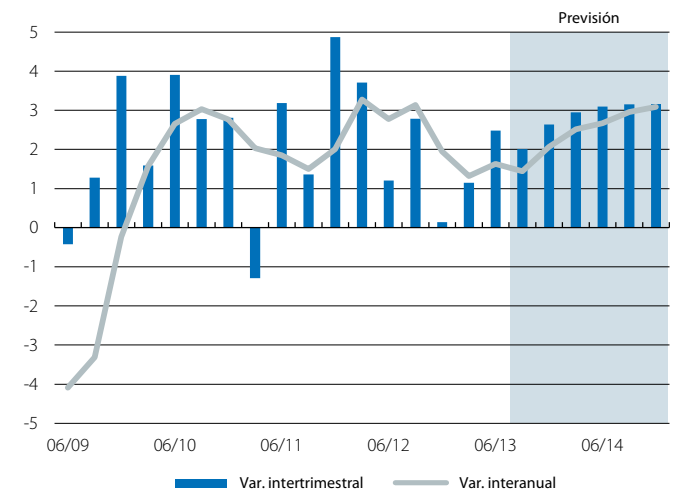
**EE. UU.: empleo**



*Nota:* Tasa de empleo definida como proporción de ocupados en relación con la población mayor de 16 años.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos del Departamento de Trabajo.

**EE. UU.: PIB**

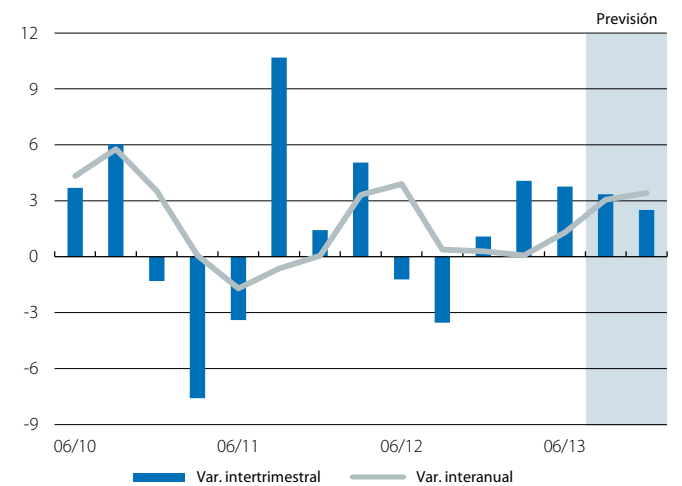
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

**Japón: PIB**

Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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



pública en el 238% del PIB en 2012 y uno de los IVA más bajos entre las economías industrializadas, la medida puede considerarse razonable. No obstante, dado que este aumento tendrá consecuencias recesivas sobre el consumo, el Gobierno tomará, probablemente, medidas paliativas en forma de mayor gasto público. El efecto final de ambas decisiones debería conducir, de acuerdo con nuestras previsiones, a un crecimiento en 2014 ligeramente menor de lo previsto: 1,8%, frente al 2,0% anteriormente esperado.

### ECONOMÍAS EMERGENTES

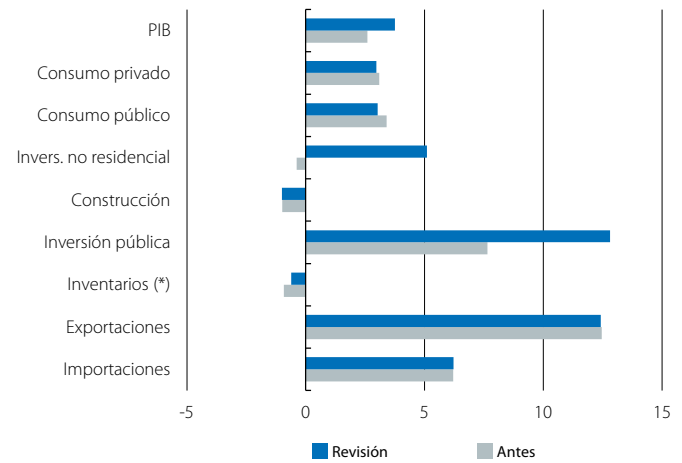
**China parece que va retomado progresivamente la senda de actividad**, como se desprende de la aceleración en agosto de la producción industrial, de las ventas al por menor y de la inversión en activos fijos. Por su parte, el sector exterior continúa enderezando su situación (en agosto, el superávit exterior acumulado de 12 meses superaba en un 45% el de un año antes) mientras que la inflación se mantiene estable, con una mejora del 2,6% interanual en agosto. El avance del indicador PMI de actividad empresarial, que se sitúa en septiembre en su máximo en seis meses, sugiere que la tendencia a la recuperación continúa.

**Brasil, en cambio, pierde impulso a lo largo de 3T.** Tras sorprender favorablemente en 2T, los indicadores más recientes apuntan a que el avance del PIB en 3T puede haber cedido en dinamismo. El indicador PMI se situó en julio y agosto por debajo del umbral de los 50 puntos, cosa que indicaría contracción de la actividad empresarial, al tiempo que la confianza del consumidor también retrocedió en julio. El dato negativo de las exportaciones completa un panorama en el que no se atisban palancas del crecimiento potentes a corto plazo, aunque ciertamente esto podría cambiar si el tono de China se torna abiertamente expansivo. En contraste, el pulso coyuntural de México es mejor. Tras una inesperada frenada de la actividad en 2T, los indicadores (en particular, el indicador PMI y el de actividad avanzado) sugieren que el crecimiento se acelerará en la segunda mitad de 2013.

**La coyuntura turca muestra señales de recalentamiento.** Aunque el crecimiento de 2T sorprendió positivamente, con un avance del PIB del 4,4% interanual, superior a lo esperado, la dinámica que lo soporta se presenta difícilmente sostenible a medio plazo. Teniendo en cuenta que la inflación escala posiciones (con un aumento superior al 8% interanual en agosto), que el crédito privado se acelera hacia la zona del 30% interanual en 2T y que el déficit corriente bordea la franja del 7% del PIB en ese mismo periodo, es probable que el Gobierno acometa en los próximos tiempos una combinación de medidas restrictivas (nuevos aumentos del tipo de interés, como el que se produjo en agosto; fijación de límites al crédito bancario...) que traten de rebajar las necesidades de financiación exterior.

### Japón: PIB

Variación intertrimestral anualizada (%)



Nota: (\*) Inventarios, contribución a la variación interanual del PIB.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Comunicaciones.

### China: indicadores económicos en perspectiva

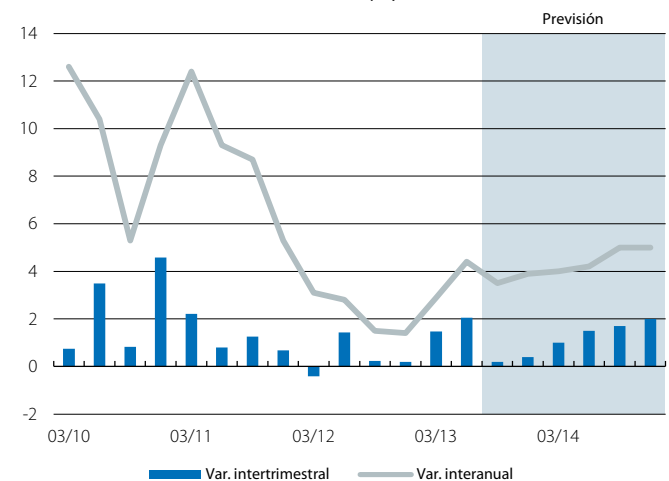
Variación interanual (%)

	Último dato	Periodo anterior	2012
PIB	7,5	7,7	7,7
Producción industrial	10,4	9,7	10
Producción eléctrica	8,1	5,3	4,3
Ventas minoristas	13,4	13,2	14,3
PMI manuf. (oficial)**	51,0	50,3	-
PMI manuf. (HSBC)**	51,2 flash	50,1	-
Exportaciones	7,2	5,1	8,0
Importaciones	7,0	10,9	4,3
Inversión**	20,3	20,1	20,6
Crédito bancario	14,1	14,3	15,7
Precios al consumo	2,6	2,7	2,7

Notas: (\*) Inversión acumulada en capital fijo urbana. (\*\*) Valor.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream y Markit.

### Turquía: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



Nota: La serie intertrimestral está ajustada estacionalmente, mientras que la interanual no lo está.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística.

## FOCUS · La recuperación de la vivienda en EE. UU.: ¿cuán sólidos son sus fundamentos?

El pasado 19 de junio, ante la mejora del mercado laboral, Ben Bernanke recordó una verdad incómoda: todo acaba... y el QE3 no iba a ser la excepción. Con todo, el comunicado fue intencionadamente cauto, subrayando que la intención era reducir el ritmo de compras de activos de deuda pero, en ningún caso, venderlos en el corto plazo. Pese a la insistencia, los mercados obviaron las cautelas de la Fed y el tipo hipotecario (fijo a 30 años) subió al 4,5% (3,4% en abril). Aunque la futura subida de tipos se presume suave y gradual —máxime cuando la Fed al final aplazó en septiembre el famoso *tapering*—, no deja de abrir otro interrogante: ¿puede la recuperación del sector inmobiliario asumir una subida de tipos?

Los últimos datos de construcción, ciertamente, lo cuestionan: en julio se iniciaron un 17% menos de viviendas que en marzo, cuando se registró un máximo postcrisis. Sin embargo, el dato exige matices puesto que una gran parte del retroceso viene explicado por la volatilidad de las viviendas multifamiliares que, con la crisis, han tomado un mayor peso. En ese sentido, el índice de la National Association of Home Builders (NAHB), que mide el nivel de ventas observado y sus perspectivas futuras y da una imagen más fiel de la situación que el fluctuante registro de viviendas iniciadas, mantuvo en septiembre lo ganado en las fuertes subidas de julio y agosto, que lo colocaron en niveles precrisis (2006).

De hecho, si la recuperación económica prosigue, es de prever que la de la vivienda también seguirá adelante. ¿Por qué? Primero, porque la reducción de la sobreoferta es un hecho y así se desprende del número de meses necesarios para vender una casa (*stock* de viviendas a la venta dividido por ventas mensuales de viviendas), que pasaron de un máximo de 11,9 meses en lo más oscuro de la crisis (julio de 2010) a 4,9 meses en agosto de 2013, en línea con los niveles precrisis considerados normales. Segundo, la demografía y la mejora del empleo también ayudan: el retraso en la formación de hogares a resultas de la crisis nutrió un fondo de demanda insatisfecha que, con la recuperación del mercado laboral, está tomando cuerpo. Tercero, si a todo ello se le añade que la construcción está un 40% por debajo de los niveles normales, se deduce que el sector tiene un amplio recorrido al alza y que la subida gradual y sostenida de los precios (17 meses de alzas consecutivas en el índice Case-Shiller) viene impulsada por este mejor balance oferta-demanda.

Por otra parte, la subida de tipos podría compensarse, en parte, por la mejora de las condiciones crediticias que podrá ofrecer la banca a medida que la economía mejore y el desapalancamiento avance. Asimismo, unos tipos

moderadamente al alza podrían espolear a aquellos compradores que los veían bajos a perpetuidad. En ese sentido, cabe notar que, en agosto y con los tipos más altos, la concesión de nuevas hipotecas para comprar casas se mantuvo en línea con el buen registro de principios de 2013.

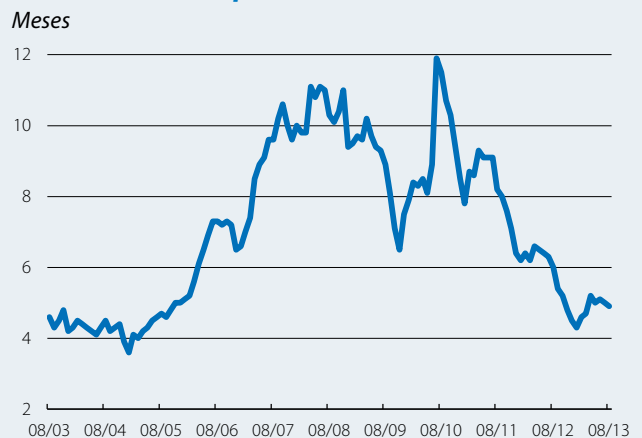
En definitiva, siempre y cuando la recuperación de la economía vaya a más, la respuesta a la pregunta inicial cae del lado optimista: la subida de tipos es asumible; la contribución de la vivienda al crecimiento continuará siendo positiva y el precio de los inmuebles seguirá aumentando gradualmente sin entorpecer la recuperación del consumo privado. Paradójicamente, pues, la clave radica en el propio detonante del giro de la Fed: la continuidad de la recuperación del empleo y la economía en general.

### Índice de ventas de viviendas (\*)



Nota: (\*) National Association of Home Builders (NAHB).  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del NAHB.

### Meses necesarios para vender una casa (\*)



Nota: (\*) Existencias de casas por vender/ventas mensuales.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del National Association of Realtors.

## FOCUS · Emergentes en apuros: ¿quién es quién?

Desde el giro retórico de la Fed en mayo en relación con la continuidad de los estímulos, las alarmas no han parado de saltar entre los emergentes. En particular, y a pesar de la reciente ralentización, han sufrido una continuada y notoria salida de capitales, lo que ha depreciado significativamente sus monedas (un 7% en promedio y con respecto al dólar).<sup>(1)</sup> Sin embargo, cinco economías han acusado particularmente el golpe, con depreciaciones muy superiores a la media: India, Brasil, Indonesia, Turquía y Sudáfrica.

Las cinco tienen un común denominador: notables y crecientes déficits por cuenta corriente que explican, en buena medida, el castigo discriminatoriamente más duro que les ha infligido el mercado. Pese a ese común denominador, difieren significativamente entre sí en su cuadro global de vulnerabilidades.

Así, por ejemplo, India se encuentra todavía pendiente de una importante consolidación fiscal que reduzca una deuda pública cercana al 70% del PIB, que consume cerca del 3% del PIB en concepto de intereses. Asimismo, en 2012, y aun exhibiendo una menor tasa de inversión, la economía asiática no fue capaz de corregir ni en una décima su elevado déficit por cuenta corriente. Una corrección sin duda necesaria y que exige reformas de carácter estructural (mejoras financieras, laborales, regulatorias y en infraestructuras) para empujar el todavía débil sector manufacturero del país.

En la misma línea, Indonesia tampoco ha promovido en demasía su base manufacturera, basando su crecimiento en la fortaleza del consumo interno y de sus exportaciones de materias primas, las cuales proporcionaron amplios superávits por cuenta corriente hasta 2011, pero a cambio de un brusco ajuste cuando el ciclo de las *commodities* se torció. Todo ello, en un entorno inflacionario que dificulta las consolidaciones de ambos países asiáticos (véase mapa de vulnerabilidades).

Con todo, las perspectivas de crecimiento a largo plazo tanto de India como de Indonesia se mantienen en un significativo 6,5%, estando ambas aún muy lejos de las economías avanzadas, con amplio margen de mejora y una demografía muy favorable (con potencial y joven). Ello sigue invitando a cierto optimismo a pesar del riesgo persistente de un avance tipo *boom-bust* si no se abordan las reformas necesarias.

Al otro lado del mundo, Brasil también presenta desequilibrios fiscales y externos significativos, aunque menos cuantiosos que los de India. Esta circunstancia puede comprometer su ritmo de avance a largo plazo, a no ser que implemente un plan escrupuloso de reformas que flexibilicen el entorno empresarial y mejoren las infraestructuras logísticas. Pese a ello, el cuantioso colchón de reservas (que cubre 19 meses de importaciones) y el margen todavía disponible para imple-

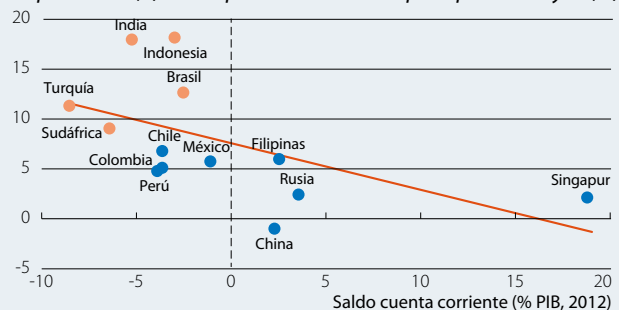
mentar estímulos fiscales ayudarán a aguantar las tasas de crecimiento económico a corto plazo.

Por último, tanto Turquía como Sudáfrica no solamente exhiben los mayores déficits externos de los cinco emergentes, sino que también presentan la mayor diferencia respecto al nivel óptimo fijado por el FMI.<sup>(2)</sup> Ello, junto con un colchón de reservas<sup>(3)</sup> muy por debajo de los otros tres países en el punto de mira, exacerba los importantes vaivenes de capitales observados. Aun así, las perspectivas de crecimiento de Turquía (4,4%) se sitúan significativamente por encima de las de Sudáfrica (3,2%). La proximidad con la Unión Europea es una baza a su favor, máxime cuando se tiene en cuenta que, actualmente, las cadenas de valor global vuelven a favorecer una cierta cercanía física.

En definitiva, aunque se les catalogue de manera genérica como «emergentes», no todos presentan los mismos retos a largo plazo. Una vez superada la sobrerreacción puntual que a menudo caracteriza los mercados financieros, la manera como se afronten dichos retos será clave para trazar una senda mejor o peor de avance económico y, por lo tanto, lo que determinará su poder de reconquista de esos flujos de capitales que este verano huyeron despavoridos.

### Mayores desequilibrios externos, mayores depreciaciones

Depreciación (+) con respecto al dólar desde principios de mayo<sup>(1)</sup>(%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO abril de 2013) y Thomson Reuters Datastream.

### Mapa de vulnerabilidades

	Saldo cuenta corriente % PIB, 2012	Saldo fiscal % PIB, 2012	Inflación último dato	Perspectivas de crecimiento a largo plazo
India	-5,1	-5,3	6,1 <sup>(*)</sup>	6,5
Indonesia	-2,8	-1,3	8,8	6,5
Brasil	-2,3	-2,8	6,1	4,2
Turquía	-5,9	-1,5	8,2	4,4
Sudáfrica	-6,3	-4,8	6,3	3,2

Nota: (\*) Precios de venta al por mayor.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO abril de 2013) y Thomson Reuters Datastream.

(2) Véase IMF 2013 Pilot External Sector Report y Focus «Divisas emergentes: ¿castigo excesivo?» para mayor detalle.

(3) Tanto en % de las necesidades de financiación externa a corto plazo como en % de importaciones.

(1) Entre principios de mayo y mediados de septiembre.

## 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	09/13
<b>Actividad</b>									
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	4,5	4,4	3,7	4,2	4,3	4,1	...
Confianza del consumidor (valor)	58,1	67,1	65,0	70,4	62,8	75,1	81,0	81,8	79,7
Producción industrial	3,4	3,6	3,3	2,8	2,4	1,9	1,4	2,7	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,2	51,7	50,9	50,6	52,9	50,2	55,4	55,7	...
Viviendas iniciadas (miles)	612	783	781	896	957	869	883	891	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	140	141	142	145	150	157	159,2	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,9	8,1	8,0	7,8	7,7	7,6	7,4	7,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	58,6	58,5	58,7	58,6	58,6	58,7	58,6	...
Balanza comercial <sup>(1)</sup> (% PIB)	-3,6	-3,3	-3,4	-3,3	-3,1	-3,0	-3,0	...	...
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	3,2	2,1	1,7	1,9	1,7	1,4	2,0	1,5	...
Precios de consumo subyacente	1,7	2,1	2,0	1,9	1,9	1,7	1,7	1,8	...

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Department of Commerce, Department of Labor, Federal Reserve, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

### JAPÓN

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13
<b>Actividad</b>								
PIB real	-0,6	2,0	0,4	0,3	0,1	1,3	-	...
Confianza del consumidor (valor)	37,7	40,0	40,1	40,0	44,1	44,8	43,6	43,0
Producción industrial (valor)	-2,6	0,2	-3,7	-6,3	-6,5	-3,1	0,4	1,1
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 <sup>(1)</sup> (% PIB)	-0,6	-1,4	-1,3	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	-2,2
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,6	-0,3	0,7	0,9
Precios de consumo subyacente	-1,0	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	0,0

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Departamento de Comunicaciones, Banco de Japón y Thomson Reuters Datastream.

### CHINA

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13
<b>Actividad</b>								
PIB real	9,3	7,7	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	13,4
Producción industrial	13,7	10,0	9,1	10,0	9,6	9,1	9,7	10,4
PMI manufacturas (oficial) (valor)	51,4	50,8	49,7	50,5	50,5	50,5	50,3	51,0
<b>Sector exterior</b>								
Balanza comercial <sup>(1)</sup> (valor)	154	231	196	231	274	272	264	266
Exportaciones	20,2	8,0	4,5	9,5	18,4	3,9	5,1	7,1
Importaciones	25,0	4,3	1,4	2,8	8,3	5,0	10,9	7,0
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	5,4	2,7	1,9	2,1	2,4	2,4	2,7	2,6
Tipo de interés de referencia <sup>(2)</sup> (valor)	6,56	6,00	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	6,1

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

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

## UNIÓN EUROPEA

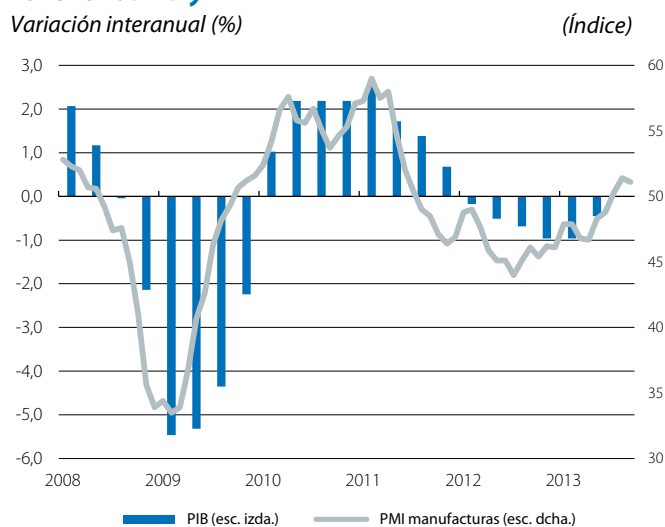
**El crecimiento de la eurozona se afianza y, poco a poco, gana tracción.** La batería de datos económicos publicados durante el mes de septiembre confirma que el crecimiento del PIB que se inició en 2T 2013, se ha consolidado durante el tercer trimestre. Uno de los mejores indicadores al respecto, el índice PMI, ha seguido avanzando y se encuentra claramente por encima de los registros del trimestre anterior. Destacamos que la corrección de algunos de los desequilibrios entre el centro y la periferia, especialmente en materia de costes laborales, se está traduciendo en un cambio en las fuentes de crecimiento del PIB. Por un lado, la mejora en la productividad de la periferia está empujando su sector exterior y, por el otro, los bajos niveles de paro en el centro, especialmente en Alemania, están empujando la demanda interna.

**La demanda interna se suma a la recuperación.** El sector exterior ha sido clave para amortiguar el impacto de la caída de la demanda interna sobre el crecimiento del PIB. De hecho, su contribución al crecimiento ha sido positiva prácticamente de forma ininterrumpida desde 3T 2009. Dada la dificultad de mejorar estos registros, la clave para afianzar el proceso de recuperación la tiene la demanda interna y, en este sentido, las noticias son buenas. En 2T 2013 su aportación al crecimiento intertrimestral del PIB ya fue positiva. Destacan los avances tanto del consumo privado como de la inversión, con unos registros del 0,2% y 0,3% respectivamente. El consumo público también anotó una tasa de crecimiento positiva, aunque este difícilmente se puede convertir en una fuente de crecimiento a medio plazo dados los procesos de ajuste fiscal en los que varios países se encuentran inmersos.

**La inversión gana tracción.** Esta ya anotó una tasa de crecimiento positiva en 2T 2013 y todo apunta a que el apoyo al crecimiento irá a más durante el segundo semestre del año. El índice de confianza empresarial, por ejemplo, ha aumentado de forma sustancial en los últimos meses. La mejora, además, ha sido generalizada en los principales países de la eurozona. Destaca especialmente el aumento que se ha producido en Francia, país en el que la caída fue muy pronunciada y hasta hace pocos meses no se apreciaban avances convincentes, mientras que en la mayoría de países de la eurozona ya se había producido un cambio de tendencia. En Alemania, ya hace meses que el índice Ifo se ha consolidado en niveles compatibles con una tasa de crecimiento positiva de la inversión. A medida que la incertidumbre que ha rodeado la crisis de deuda soberana vaya disminuyendo y el proceso de recuperación gane robustez, es de esperar que la mejora de la inversión se afiance.

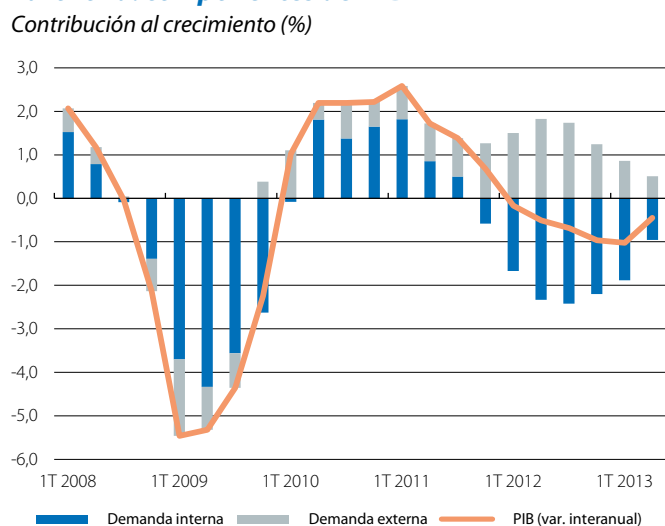
**El consumo de los hogares recupera paulatinamente el pulso.** La mayoría de indicadores de consumo evolucionaron de forma favorable a lo largo del mes de septiembre. El índice de confianza, por ejemplo, ha aumentado de forma continuada desde noviembre de 2012 y en septiembre se situó en los 97,4

### Eurozona: PIB y PMI



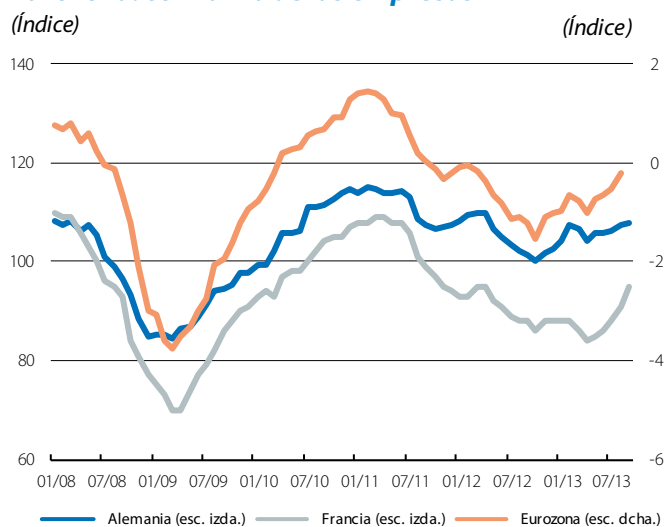
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y Markit Economics.

### Eurozona: componentes del PIB



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

### Eurozona: confianza de las empresas



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IFO, Insee y Comisión Europea.



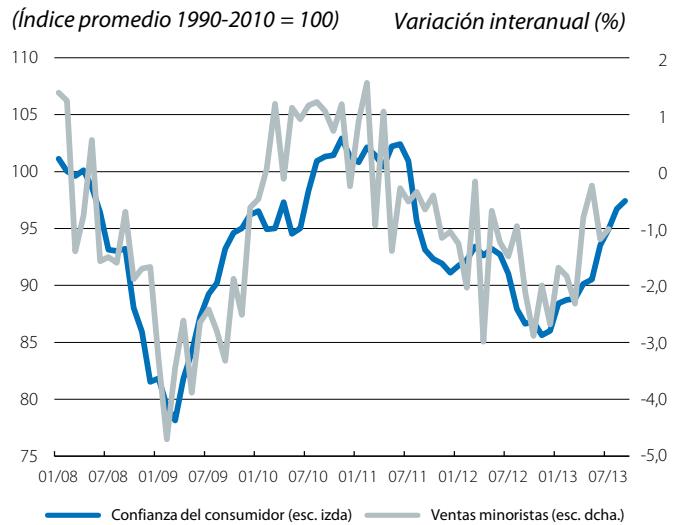
puntos (solo 6 puntos por debajo de la media histórica), el nivel más alto desde julio de 2011. La mejora es generalizada en la mayoría de países. En Alemania, esta ya se encuentra por encima del promedio histórico, mientras que en Francia, Italia o España se encuentra solo ligeramente por debajo de este nivel. La estrecha relación que existe entre los datos de confianza del consumidor y de las ventas minoristas permite ser, por lo tanto, optimista. El último dato disponible de ventas minoristas es de julio, mes en el que todavía presentaban un retroceso en términos interanuales del 1,3%. Sin embargo, si la confianza sigue avanzando a este ritmo, las ventas podrían entrar en terreno positivo a finales de este año.

**El mercado laboral se estabiliza y apunta a un cambio de tendencia.** La recuperación de la actividad, de momento, no se ha traducido en una reducción de la tasa de paro en el conjunto de la eurozona. En julio, esta se mantuvo estable en el 12,1% por quinto mes consecutivo. Sin embargo, las expectativas de contratación siguen mejorando y sugieren que el cambio de tendencia puede estar cerca. Este cambio difícilmente vendrá liderado por Alemania, ya que allí la tasa de paro se mantiene en mínimos históricos (en julio bajó una décima hasta el 5,3%). Es en países como Francia, donde la tasa de paro se encuentra en el 11,0%, y, sobre todo, en los países periféricos, donde el recorrido a la baja es mayor. En Italia esta alcanza el 12,0%; en Irlanda, el 13,8%; en Portugal, el 16,5%; y en España, el 26,3%. Es de esperar que a medida que las dudas acerca de la crisis de deuda soberana vayan desapareciendo y el proceso de recuperación gane credibilidad, las empresas empiecen a invertir de nuevo en el factor trabajo.

**La periferia sigue recuperando la competitividad perdida durante los años anteriores a la crisis.** A excepción de Italia, las caídas de los índices de costes laborales unitarios han sido notables. Entre 1T 2008 y 2T 2013, en España se han reducido un 5,2%; en Portugal, un 0,7%; y en Irlanda, un 7,8% (en este caso hasta 1T 2013, último dato disponible). La mejora de la competitividad todavía se hace más notoria cuando la evolución de los costes laborales en estos países se compara con lo ocurrido en los países del centro de Europa. En Alemania, por ejemplo, han aumentado un 12,7% durante el mismo periodo de tiempo. De hecho, los papeles entre los países de la periferia y Alemania parece que se han invertido. Mientras que en los países periféricos durante los años previos a la crisis se perdía competitividad y la demanda interna lideraba el crecimiento, ahora la tónica es la contraria. En Alemania, la situación también ha dado un giro: la demanda interna, que se mantuvo al margen de la expansión que se produjo en los países periféricos, finalmente ha despertado acompañada por el buen momento que atraviesa el mercado laboral.

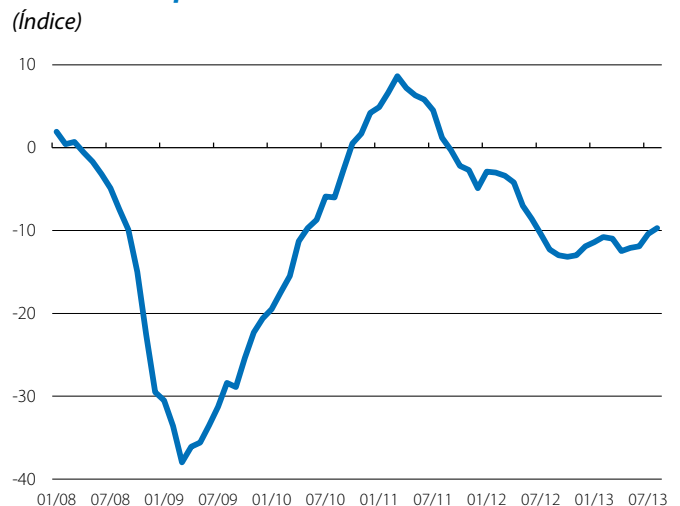
**El sector exterior recibe el empuje de la periferia.** Así como los principales protagonistas de la recuperación de la demanda interna están siendo los países del centro, los países periféricos son los que están apoyando el crecimiento de las exportaciones europeas en los últimos meses. Las exportaciones hacia países de fuera de la eurozona acumuladas de enero a abril de

**Eurozona: indicadores de demanda**



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

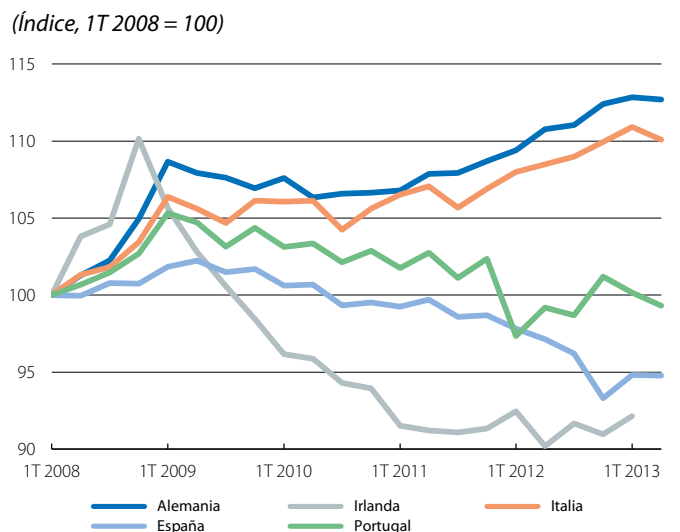
**Eurozona: expectativas de contratación (\*)**



Nota: (\*) Sector manufacturas.

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

**Eurozona: costes laborales unitarios reales**



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

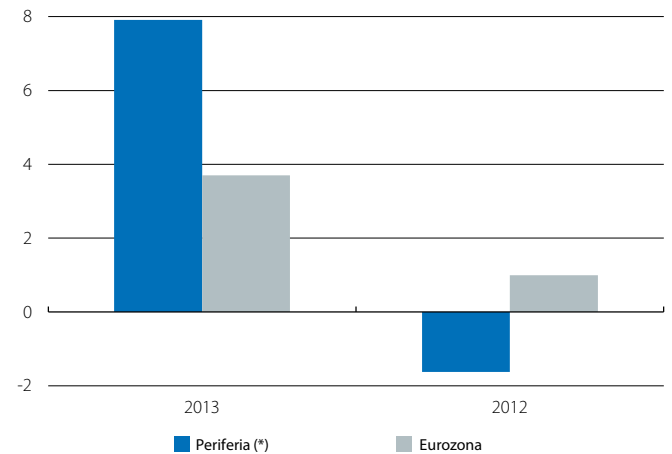
los países de la periferia han aumentado un 7,9% en términos interanuales, un registro claramente superior al del conjunto de la eurozona, que se sitúa en el 3,7%. Un patrón que poco tiene que ver con lo ocurrido en 2012, cuando los países de la periferia experimentaron una caída de sus exportaciones mientras estas seguían creciendo para el conjunto de la eurozona. A tenor de estas cifras, parece que las reformas emprendidas en los distintos países de la periferia van consiguiendo el efecto deseado: una mejora de la competitividad que permite corregir los desequilibrios externos e impulsar su economía. En este sentido, merece la pena destacar la buena evolución de la cuenta corriente en estos países. En España se ha corregido del -10,1% del PIB en 2T 2008 al 1,2% actual. En Portugal se ha pasado del -13,3% en 2008 al 0,3% actual; y en Grecia, del -16,3% en 2008 al -0,5% en 2013.

**Corregir la fragmentación financiera sigue siendo el reto pendiente.** Mientras que la corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos sigue su curso en los países de la periferia europea, la dispersión de los costes de financiación se mantiene. El tipo de interés del crédito a pequeñas y medianas empresas, por ejemplo, se situaba en el mes de julio en el 2,7% de promedio en los países del núcleo, mientras que en los de la periferia este era del 4,8%. En parte, esta diferencia responde al mayor riesgo de crédito en los países de la periferia porque, en general, la situación macroeconómica es más débil. Pero también es cierto que parte de esta diferencia todavía responde a la falta de confianza en el euro y en las instituciones europeas. En este sentido, los pasos que se han dado hacia la llamada unión bancaria son muy importantes. Concretamente, el pasado 12 de septiembre el Parlamento Europeo aprobó la creación del mecanismo de supervisión único. Esto significa que a partir de 4T 2014 el BCE será el último responsable de la supervisión del sistema bancario europeo. Este es, sin lugar a dudas, un avance significativo, pero que no ha dejado plenamente satisfechos a aquellos que también perseguían una mayor integración en otras materias, como el mecanismo de resolución único, el instrumento encargado de definir la estrategia que se debería seguir con las entidades en dificultades. El camino emprendido hacia una mayor integración europea no es el más rápido, pero la dirección en la que se avanza parece clara y los pasos que se van dando, firmes.

**Merkel gana las elecciones al Parlamento alemán con autoridad.** El creciente protagonismo de la canciller alemana en el proceso de construcción europeo ha hecho que las elecciones celebradas el pasado 22 de septiembre fueran seguidas con atención por todos los países de la UE. Los resultados confirmaron lo que la mayoría de encuestas ya avanzaban, un amplio apoyo de la población alemana a Angela Merkel, si bien sorprendió la autoridad de su victoria. No obtuvo la mayoría absoluta, se quedó a cuatro escaños, pero la gestión que ha hecho de la crisis de deuda soberana recibió un claro apoyo de la ciudadanía. Ni el rumbo, un mayor nivel de integración tanto en materia fiscal como económica, ni el ritmo, el necesario para asegurar que el proceso se llevará a cabo con éxito, cambiarán.

**Eurozona: exportaciones**

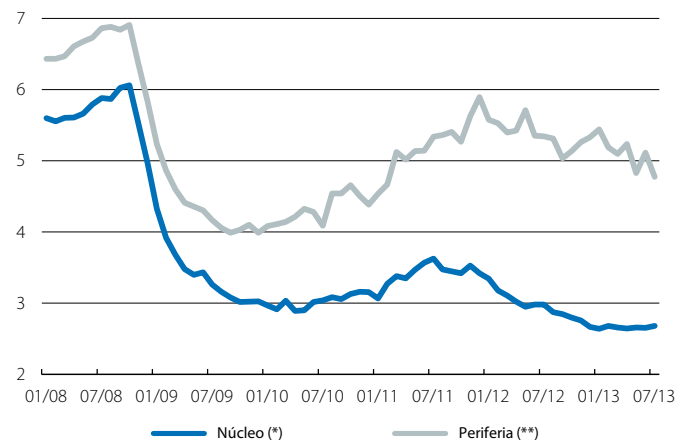
Variación anual de exportaciones acumulada enero-abril (%)



Nota: (\*) Periferia: Portugal, Irlanda, Grecia, España, Italia.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de DOTS.

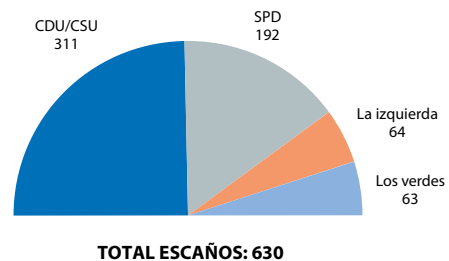
**Eurozona: crédito a las pymes**

Tipo de interés promedio de los préstamos inferiores a un millón de euros (%)



Nota: (\*) Núcleo: Austria, Bélgica, Alemania, Finlandia, Francia y Holanda. (\*\*) Periferia: España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

**Alemania: resultados elecciones al Parlamento (Número de escaños)**



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



## FOCUS · Grecia: se abre el debate sobre un nuevo rescate

Grecia parece recuperar protagonismo tras haberse mantenido alejada del foco de atención estos últimos meses. Este hecho no solo se debe a la visita de la troika (formada por el BCE, la CE y el FMI) para llevar a cabo la quinta revisión del programa de ajustes sino, sobre todo, porque se ha vuelto a poner encima de la mesa la necesidad de aprobar un nuevo programa de ayuda. La cuantía y alcance son todavía una incógnita pero, a diferencia de lo ocurrido en ocasiones anteriores, la reacción de los mercados es de calma, sin apenas alterar la prima de riesgo del bono griego a diez años respecto al *bund* alemán.

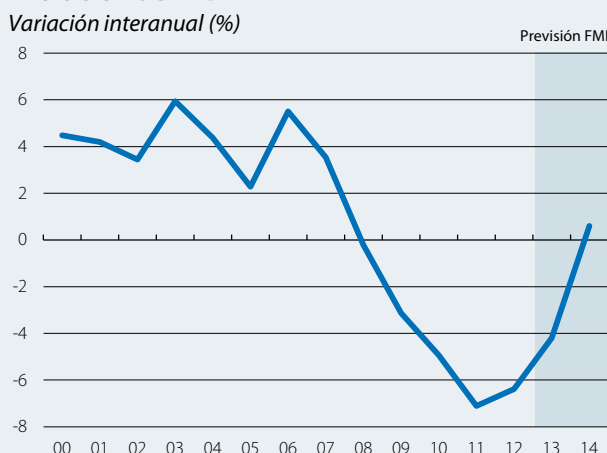
En la última revisión llevada a cabo por la troika en julio, se detectaron necesidades de financiación adicionales por valor de 10,9 mil millones de euros para 2014 y 2015, de los cuales 4,4 corresponderían al próximo ejercicio. Dado que el Gobierno griego no se quedaría sin fondos hasta mediados del año que viene, la troika tiene margen para discutir, si fuese necesario, las características de un tercer programa. A pesar de ello, la brecha de 2014 debería cubrirse antes de cerrarse el año, ya sea con una ampliación del actual programa, o acudiendo a los mercados de capitales, dado que por normativa interna el FMI no puede proporcionar ayuda financiera si las necesidades de financiación de los próximos doce meses no están cubiertas.

Esta brecha presupuestaria se explica primordialmente por retrasos en la implementación del programa de reformas estructurales, concretamente en el de la Administración pública y el de privatización. En el primer caso, hay demoras en el esquema de movilidad laboral para 25.000 funcionarios, aunque el Gobierno se ha comprometido a desarrollarlo antes de final de año. En cuanto al programa de privatización de activos de la Administración pública las dilaciones son más evidentes y, probablemente, solo se alcanzará el 60% de los 2,5 mil millones de euros (1,4% del PIB) previstos para final de año.

Estos retrasos no deberían desvirtuar los importantes progresos que las autoridades griegas han llevado a cabo para rectificar los desequilibrios, tanto fiscales como externos. En lo referente al ajuste fiscal, se prevé que se alcance un superávit primario al cierre de este ejercicio, lo que permitiría empezar a hacer frente a los pagos de los intereses de la deuda por sus propios medios. En lo referente a los desequilibrios externos, se ha reducido significativamente el déficit por cuenta corriente (del -10,1% en 2010 al -3,4% del PIB en 2012), aunque en gran medida esta mejora se debe a una disminución de las importaciones vía compresión del consumo interno, y no a reformas estructurales para ganar competitividad. Ciertamente, los costes laborales unitarios se están empezando a reducir (13% desde 2011), pero esto, de momento, no se ha traducido en un aumento de las exportaciones.

A grandes rasgos, la economía griega está cumpliendo con el programa de ayudas, y se espera que la actividad económica empiece a crecer en 2014 tras seis años en recesión y con una caída del PIB del 24%. Pero, a pesar de los avances, hay ciertos riesgos que deben tenerse en consideración. Las demoras en las reformas estructurales son uno de los principales, ya que la capacidad de crecimiento a medio plazo se podría poner rápidamente en entredicho. Un retraso que una economía con una deuda pública en el 176% del PIB y con importantes desequilibrios estructurales no puede permitirse. Probablemente, la firma de un nuevo programa de ayuda a Grecia no volverá a tensionar los mercados financieros de los llamados países periféricos, pero cuanto más tarde el Gobierno heleno en implementar un programa de ajustes creíble, más le costará recuperar la confianza de los mercados.

### Evolución del PIB



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

### Necesidades de financiación del sector público

Miles de millones de euros

	2013	2014	2015	2016
<b>Necesidades de financiación</b>	35,3	26,2	14,4	8,4
Déficit	6,9	5,6	3,7	1,2
Vencimientos de deuda	16,1	25,1	16,4	6,8
Otros	12,3	-4,5	-5,7	0,4
<b>Fuentes de financiación</b>	35,3	21,8	7,9	8,4
Oficial (troika)	37,4	19,3	11,1	6,6
Emisión de deuda	0	0	0	0
Otros	-2,1	2,5	-3,2	1,8
<b>Diferencial</b>	0	4,4	6,5	0

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

## FOCUS · El paciente inglés

Entre los grandes países desarrollados, el Reino Unido es uno de los que está pagando la factura de la recesión más cara. Mientras el PIB de EE. UU. y Alemania ya se encuentra en niveles superiores a los de antes de la crisis, en el Reino Unido todavía se sitúa 3,2 p. p. por debajo. El avance del PIB en 2T 2013, un 0,7% intertrimestral, sorprendió gratamente al alza. Sin embargo, esto no ha conseguido despejar las dudas sobre la capacidad de recuperación de la economía británica.

Así lo entiende el Banco de Inglaterra y, por ello, el 7 de agosto anunció que no subirá los tipos de interés hasta que la tasa de paro, actualmente en el 7,7%, se sitúe por debajo del 7%. La diferencia entre ambas cifras parece pequeña, pero el propio Banco de Inglaterra cree que el objetivo fijado no se alcanzará hasta 2016. En parte, esto obedece a la fuerte caída de la productividad que se ha producido durante los últimos años (-0,6% anual en promedio entre 2008 y 2012), que hace pensar que el crecimiento de la ocupación se mantendrá acotado hasta que la productividad recupere el terreno perdido. Pero la lentitud con la que se espera que mejore el mercado laboral también se debe a que los problemas de fondo que arrastra la economía británica no son fáciles de corregir.

La pobre evolución del sector exterior es, seguramente, el mejor ejemplo de ello. A pesar de la importante depreciación de la libra, 20% respecto al euro desde 2008, el avance de las exportaciones ha sido muy modesto. En promedio, estas han crecido un 0,9% anual entre 2008 y 2T 2013, mientras que en Alemania lo han hecho un 3,0% y en EE. UU., un 3,6%. Las razones de esta peor evolución son múltiples, pero destacan: el reducido peso de las exportaciones a los principales países emergentes, el menor crecimiento de las exportaciones de contenido tecnológico medio y alto respecto a otros países desarrollados, y el elevado peso del sector financiero.

El desengaño con el sector exterior se ha producido cuando más se precisaba su apoyo. Tanto hogares como empresas están inmersos en un profundo proceso de desapalancamiento que limita su capacidad de consumo e inversión. Si bien es cierto que la corrección está siendo relativamente rápida (la ratio entre la deuda y la renta disponible bruta de los hogares se ha reducido más de 25 p. p. desde el pico anterior a la crisis, del 167%, hasta el 1T 2013), también lo es que el camino por recorrer es todavía largo (la misma ratio en la eurozona se sitúa en el 99% y en EE. UU., en el 104%).

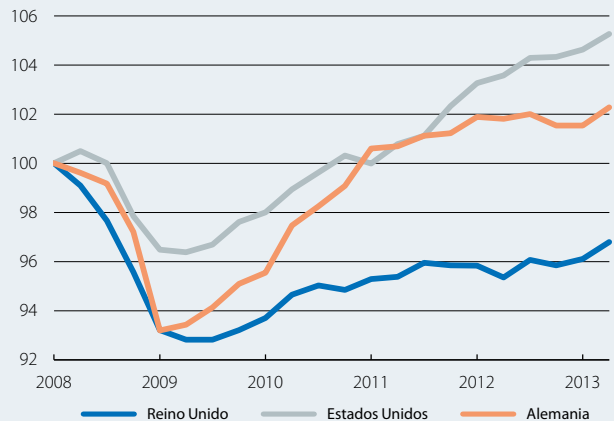
Finalmente, otro gran reto pendiente del Reino Unido es recuperar la plena confianza en su sistema financiero. A pesar de la rápida actuación a principios de la crisis, con la recapitalización con fondos públicos de dos de los principales bancos, el crédito bancario sigue contrayéndose de

forma acusada, especialmente el crédito a pymes. En parte ello se debe a la debilidad de la demanda. Pero, según el FMI, las dudas sobre la solvencia del sector bancario tampoco ayudan a que los distintos programas que ha puesto en marcha el Banco de Inglaterra para estimular el crédito consigan el efecto deseado. Sirva como ejemplo que hasta marzo de este año no se llevó a cabo una revisión a fondo de la solvencia del sistema bancario británico para analizar la calidad de los activos, que reveló unas necesidades de capital de 27.000 millones de libras (1,7% del PIB); y, en cualquier caso, no se han conseguido disipar por completo las dudas, ya que este ejercicio no analizaba la capacidad de resistencia ante posibles *shocks*.

En definitiva, la actividad se irá recuperando gradualmente en el Reino Unido a medida que su principal socio comercial, la eurozona, se recupere; el proceso de desapalancamiento avance y el sistema financiero vaya normalizando su situación. Unos procesos que, en cualquier caso, requieren paciencia.

### Evolución del PIB desde la crisis

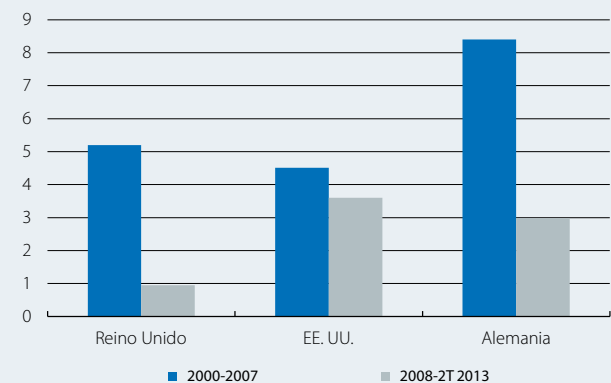
(Índice, 1T 2008 = 100)



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

### Evolución de las exportaciones de bienes y servicios (\*)

Variación anual promedio (%)



Nota: (\*) En términos reales.

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

## PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	-0,2	-1,7	-2,6	-2,0	-0,7	-1,3	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	3,3	-2,4	-3,0	-2,4	-1,1	-2,1	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,3	-26,2	-23,7	-20,9	-17,4	-15,6	-14,9
Sentimiento económico	101,8	90,4	86,8	90,1	89,8	92,5	95,3	96,9
PMI manufacturas	52,2	46,2	45,9	47,5	47,9	50,3	51,4	51,1
PMI servicios	52,6	47,6	46,9	47,6	47,5	49,8	50,7	52,1
<b>Mercado de trabajo</b>								
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	0,3	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-	...	-
<b>Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)</b>	10,2	11,4	11,8	12,0	12,1	12,1	...	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,4	5,3	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,3	10,6	10,8	10,9	11,0	...	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	11,3	11,9	12,1	12,0	...	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,1	26,1	26,4	26,4	26,3	...	...

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

### Sector exterior

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

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
<b>Saldo corriente: zona del euro</b>	0,2	1,4	1,4	1,9	2,3	2,3	...	...
Alemania	6,2	7,0	7,0	6,9	7,0	7,0	...	...
Francia	-1,8	-2,2	-2,2	-2,1	-1,6	-1,6	...	...
Italia	-3,1	-0,5	-0,5	-0,1	0,3	0,4	...	...
España	-3,8	-1,1	-1,1	-0,2	0,4	0,5	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>(1)</sup> (valor)</b>	103,4	97,9	97,9	100,7	100,8	101,5	102,2	102,0

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

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

### Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13
<b>Financiación del sector privado</b>								
Crédito a sociedades no financieras <sup>(1)</sup>	2,0	-0,3	-0,6	-1,5	-1,4	-2,1	-2,8	-2,9
Crédito a hogares <sup>(1)(2)</sup>	2,7	1,2	0,9	0,7	0,4	0,3	0,4	0,4
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>(3)</sup> (%)	2,8	2,4	2,3	2,2	2,1	2,2	2,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>(4)</sup> (%)	3,3	3,1	3,0	2,9	2,9	2,9	2,8	...
<b>Depósitos</b>								
Depósitos a la vista	1,4	4,1	4,9	7,2	8,0	9,4	8,1	7,6
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	1,1	1,9	1,0	0,1	0,2	0,4
Instrumentos negociables	-5,5	0,5	1,1	-3,2	-9,7	-15,6	-17,7	-16,3
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,6	2,8	2,8	2,7	2,4	2,1	1,9	...

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: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

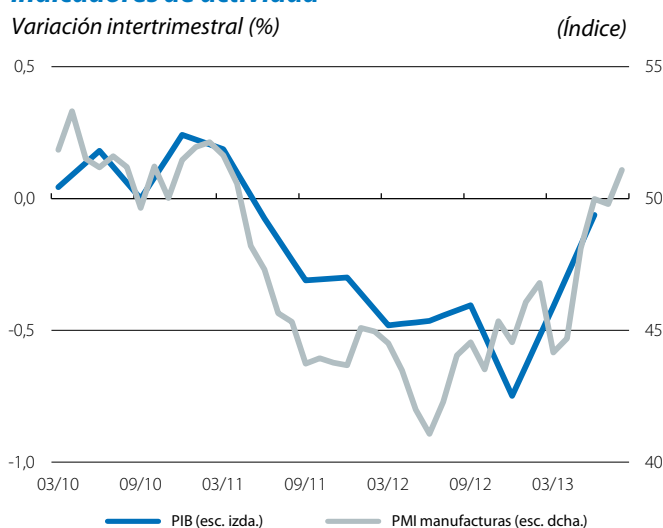
## ECONOMÍA ESPAÑOLA

**La recuperación de la economía española se consolida en 3T 2013.** Los indicadores avanzados de actividad y confianza no han decepcionado y mantienen la trayectoria ascendente que vienen mostrando prácticamente desde inicios de año. De hecho, los últimos datos disponibles sugieren que la economía española ya ha retornado a la senda de crecimiento. Por ejemplo, tanto el índice PMI de manufacturas como el de servicios superaron los niveles a partir de los cuales, históricamente, la actividad económica suele registrar tasas de crecimiento positivas. Además, la entrada de nuevos pedidos en ambos sectores permite ser relativamente optimista respecto a su evolución en lo que queda de año. Todo ello confirmaría nuestro escenario de recuperación en el segundo semestre. Sin embargo, esperamos que la aún débil demanda interna mantenga moderado el ritmo de avance (del 0,1% intertrimestral en 3T y 4T de 2013).

**El sector exterior sigue liderando la recuperación.** Como viene ocurriendo de forma prácticamente ininterrumpida desde 2008, el apoyo del sector exterior al crecimiento sigue siendo clave. Los datos de las exportaciones de bienes muestran una ralentización de la demanda procedente de los países emergentes. Sin embargo, esto está siendo compensado por la mejora de las compras procedentes de países europeos. La recuperación de la economía de la eurozona, principal socio comercial de España, explica esta reactivación. Un comportamiento similar se observa en el caso de las entradas de turistas extranjeros que, impulsadas por el repunte de las visitas de turistas europeos (que representan más del 90% del total), van camino de registrar la mejor temporada de verano de la historia, con 22,5 millones de entradas de turistas entre junio y agosto. La apertura de nuevos mercados con menor tradición turística en España (como los países nórdicos y Rusia) y la tendencia ascendente de la llegada de turistas de los principales países europeos apuntan hacia nuevos máximos en los próximos años.

**La inversión en bienes de equipo se suma al crecimiento.** Tradicionalmente, este componente ha reaccionado con mayor velocidad e intensidad a los cambios de la actividad, y esta vez no parece que sea una excepción. Así, en lo que llevamos de año, se ha convertido en el primer componente de la demanda interna que contribuye de forma continuada a la recuperación económica (con aportaciones al crecimiento intertrimestral del PIB de 1 y 2 décimas en 1T y 2T de 2013, respectivamente). La reducción de la incertidumbre respecto a la recuperación de la economía española, la apertura gradual de los canales de financiación tradicionales y el buen ritmo de recuperación de la demanda, principalmente con el crecimiento de los pedidos extranjeros, explican esta mejora de la inversión productiva. Una tendencia que, a tenor de los indicadores cualitativos de 3T, se mantendrá: el índice sintético de inversión en bienes de equipo aceleró, en septiembre, la tendencia creciente registrada durante los últimos meses, lo que situaría el crecimiento de la inversión en bienes de equipo en niveles similares o superiores a los de 2T. Asimismo, la utilización de la capacidad produc-

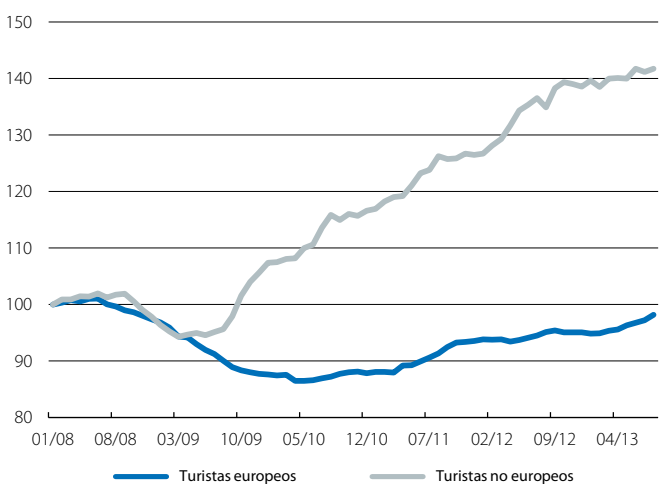
### Indicadores de actividad



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

### Entrada de turistas extranjeros

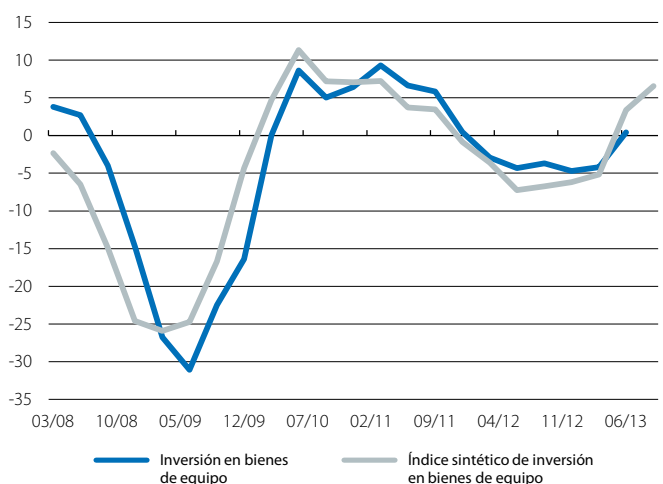
Datos acumulados de 12 meses (enero 2008 = 100)



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

### Inversión en bienes de equipo

Variación interanual (%)



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

tiva sigue aumentando y se acerca gradualmente a su promedio histórico (del 80,3% entre 1995 y 2007 frente al 73,9% registrado en 3T 2013).

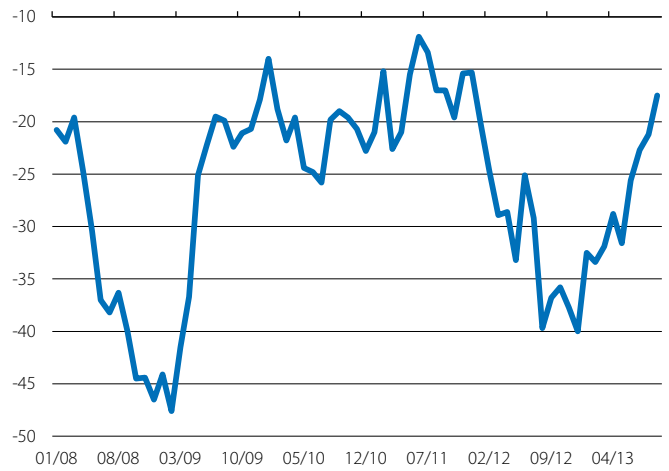
**La recuperación de la demanda interna sigue a la espera de la mejora del consumo** que, a pesar de encadenar cinco trimestres de reducción intertrimestral, presenta tasas de contracción cada vez menores. Los indicadores de demanda dibujan un escenario de mejora muy gradual del consumo de los hogares en 3T. Por un lado, el ritmo de caída de las ventas minoristas se redujo del -5,0% interanual en 2T 2013 al -3,7% en promedio entre julio y agosto. Por el otro, la confianza del consumidor mantiene nuevos avances en septiembre, por cuarto mes consecutivo, que la acercan cada vez más a su promedio histórico. Aun así, los factores de fondo que determinan la evolución del consumo de los hogares no permiten prever un intenso repunte a corto plazo. La debilidad del mercado laboral y el proceso de desapalancamiento de los hogares dificultan la recuperación a corto plazo (la aportación al aumento del PIB trimestral esperamos que sea de 1 décima en 2014 frente a las 5 décimas registradas en promedio entre 2000 y 2007).

**El mercado laboral muestra nuevos signos de estabilización.** Los datos del mes de agosto presentan una mejora respecto a la evolución que se produjo en esas fechas en los últimos años. Así, a pesar de que en este mes, por motivos estacionales, se suele destruir empleo, la reducción ha sido de 99.069 puestos de trabajo en 2013, una cifra significativamente menor a la registrada en el mismo mes de los cinco años anteriores (aproximadamente 160.000). Además, el avance prácticamente generalizado de las expectativas de contratación en todos los sectores es otro elemento que añade cierta esperanza a la recuperación del mercado laboral. En este contexto, las cifras de paro también fueron mejores que en años anteriores, al mantenerse prácticamente constantes en agosto (frente a los aumentos, en promedio, de 67.703 personas en los mismos meses de 2008 y 2012) aunque esto se debe, en parte, a la reducción de la población activa.

**El desapalancamiento del sector privado se mantiene** con una nueva contracción del crédito en julio, del 13,1% interanual. La caída es generalizada en todos los sectores, aunque afecta en mayor medida al promotor y al constructor (en parte, debido al efecto contable producido por el traspaso de activos a la Sareb). A pesar de esta evolución, se observan indicios que auguran un posible cambio de tendencia en los próximos meses. Por primera vez desde el inicio de la recesión, la encuesta de préstamos bancarios refleja la intención de relajar las condiciones para la concesión de crédito por parte de las entidades financieras en los próximos meses. Parece, pues, que la reciente mejora de la financiación que está experimentando el sistema bancario (tanto minorista como mayorista), poco a poco se irá trasladando a la economía real. El saneamiento de las entidades financieras a lo largo de este año, y que ya se encuentra en una fase muy avanzada, también ayuda a explicar la recuperación de los canales tradicionales de financiación del sector. Ante este escenario, la troika considera que el rescate bancario transcurre satisfactoriamente, aunque advierte que aún no ha terminado.

**Confianza del consumidor**

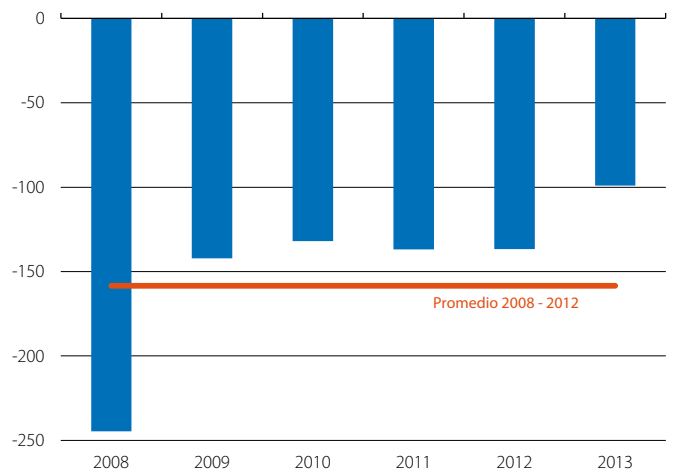
Índice



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

**Afiliados a la Seguridad Social**

Variación en agosto (miles de afiliados)



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

**Evolución del crédito por sectores**

Variación interanual (%) y saldo (miles de millones de euros)

	Diciembre 2012	Marzo 2013	Junio 2013	Saldo junio 2013
Total	-10,0%	-11,9%	-12,9%	1.519
Vivienda	-10,6%	-12,1%	-12,3%	817
Hogares	-3,6%	-3,7%	-4,0%	619
Promotores	-24,9%	-30,4%	-30,9%	198
Consumo	-10,5%	-11,3%	-12,0%	119
Construcción	-22,7%	-30,1%	-30,1%	64
Industria	-8,5%	-9,1%	-11,3%	122
Servicios	-8,9%	-10,6%	-12,9%	327
Agricultura	-7,2%	-7,4%	-10,0%	190

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



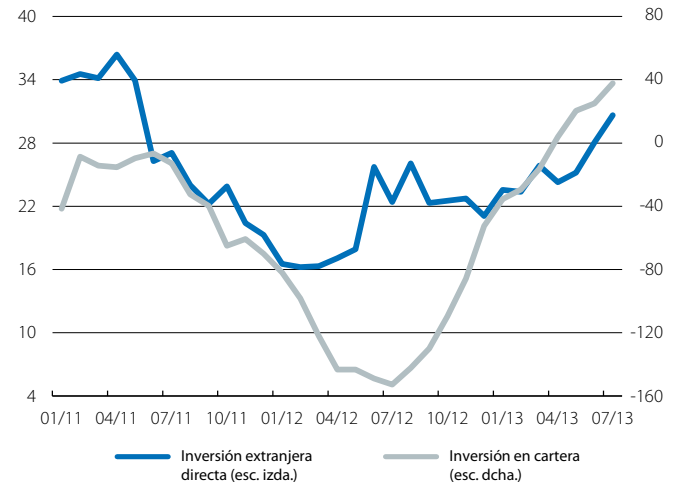
**La inversión extranjera hacia España se recupera.** La mejora de la confianza en la capacidad de recuperación de la economía española se está traduciendo en un aumento de la inversión extranjera. La reactivación de los flujos de financiación ha beneficiado tanto a las empresas (mediante el aumento de la inversión directa extranjera) como al sector público (a través de la compra de títulos de deuda). Este escenario contrasta claramente con el presenciado hace poco más de un año, cuando las dudas que rodeaban a la economía española situaron el recurso al Eurosistema como prácticamente la única fuente de financiación. A fecha de hoy, en cambio, la captación de capitales a través de este canal es prácticamente nula. La reducción de la prima de riesgo en el último mes es otra muestra de la gradual recuperación del apetito inversor.

**Aumentan las dudas acerca del cumplimiento del objetivo fiscal de 2013.** El déficit público de 2012, antes de tener en cuenta las pérdidas generadas por las ayudas al sector bancario, ha sido revisado dos décimas a la baja, del 7,0% del PIB hasta el 6,8% debido a la mejora del saldo final de las corporaciones locales. De acuerdo con el Programa de Estabilidad, el déficit debe mantenerse prácticamente constante este año (6,5% del PIB). Los datos consolidados del saldo público en 2T muestran un ligero ajuste en lo que llevamos de año: el déficit acumulado en la primera mitad del año fue del 3,8% del PIB, una décima menos que en el mismo periodo de 2012. El menor déficit de las CC. AA. y el aumento del superávit de las corporaciones locales explican esta mejora. Sin embargo, los datos provisionales de 3T alertan de una posible desviación de la senda de consolidación fiscal. En agosto, el déficit del Estado alcanzó el 4,6% del PIB, 8 décimas por encima del objetivo de este año. Una reducción de tal magnitud en los últimos cuatro meses del año parece complicada. A modo de ejemplo, las medidas adoptadas en los últimos meses de 2012 (entre ellas el incremento del IVA y la eliminación de la paga extraordinaria a los funcionarios) permitieron reducir el déficit del Estado en 6 décimas entre agosto y diciembre de 2012. Aunque este septiembre el Gobierno ha aprobado el copago de algunos medicamentos, nuevas pautas en materia de fiscalidad medioambiental y la supresión de deducciones del impuesto de sociedades, será difícil que se pueda alcanzar el objetivo de déficit.

**El Gobierno confía en la recuperación económica para cumplir los objetivos presupuestarios de 2014.** Las previsiones del ejecutivo para el año que viene han mejorado ligeramente: el crecimiento previsto del PIB aumenta en 2 décimas, hasta el 0,7% anual, gracias a la menor debilidad de la demanda interna. Además, se espera que la destrucción de empleo finalice en 2014, año en que la tasa de paro se reducirá hasta el 25,9%. Bajo este escenario, el Estado prevé disminuir su déficit en una décima en 2014 (hasta el 3,7% del PIB). Según los Presupuestos Generales del Estado, la mejora de la actividad económica permitirá incrementar la recaudación tributaria suficientemente para lograr este objetivo. Sin embargo, la posible desviación del objetivo de déficit público este año podría dificultar esta previsión y exigir nuevas medidas de ajuste para el año que viene.

**Inversión extranjera en España**

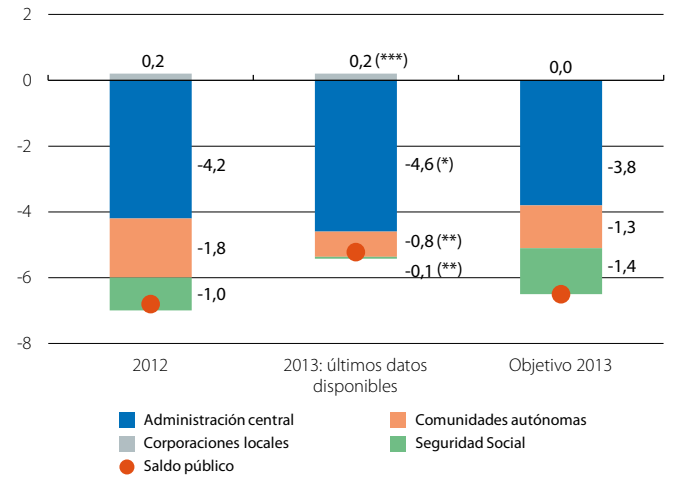
Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)



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

**Saldo público**

Datos acumulados en lo que va de año (% del PIB)



Notas: (\*) Agosto 2013; (\*\*) julio 2013; (\*\*\*) 2T 2013. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IGAE.

**Cuadro macroeconómico del Gobierno 2014**

Variación anual (%)

	Actual	Anterior
Consumo privado	0,2	0,0
Consumo público	-2,9	-3,1
Inversión	0,2	-0,9
Exportaciones	5,5	5,9
Importaciones	2,4	2,6
<b>PIB</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
Empleo total	-0,2	-0,4
Tasa de paro	25,9	26,7

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

## FOCUS · El reloj inmobiliario: ¿hora de levantarse?

En 2008, la situación del sector inmobiliario era una buena muestra de los desequilibrios que presentaba el conjunto de la economía española. Un volumen de transacciones nunca visto, y unos precios que se habían triplicado en once años son buenos ejemplos de ello. Desde entonces, el ajuste que se ha producido en el sector ha sido mayúsculo. El precio de la vivienda acumula una caída del 29,5% (36,4% en términos reales) y el ritmo anual de compraventas se ha reducido en más de la mitad. Ahora, el sector, como el conjunto de la economía, parece que ya está cerca de la estabilización.

La evolución del precio y las compraventas de viviendas suele seguir el mismo patrón a lo largo del ciclo económico. Como si de las manecillas de un reloj se tratara, la situación del sector inmobiliario avanza a lo largo de cuatro fases diferentes: expansión, desaceleración, contracción y estabilización (véase gráfico superior). Este compás se observa claramente en el mercado inmobiliario estadounidense donde, entre 2005 y 2012, las agujas ya han completado una vuelta y han retornado a la fase expansiva (con aumentos del precio y de la venta de viviendas).

¿Y en España? El reloj inmobiliario español se encuentra en una franja horaria distinta de la estadounidense. Así, cuando en 2007 en EE. UU. marcaba fase contractiva, en España justo empezaba a desacelerarse: el precio de la vivienda todavía crecía un 5,8% interanual a pesar de que las compraventas ya caían un 15,2%. La mayor velocidad del ajuste en EE. UU. y la doble recesión que ha experimentado la economía española han aumentado el desfase horario entre ambos mercados. Así, pese a algunos vaivenes debidos al fin de los incentivos fiscales en 2010, el sector inmobiliario español se ha mantenido en fase contractiva prácticamente desde 2008 hasta 2012.

Sin embargo, la fase de estabilización está cada vez más próxima. La compraventa de viviendas, que suele reaccionar antes que los precios a cambios en la oferta y la demanda, empieza a acercarse a tasas de crecimiento positivas. En 2T 2013 se mantuvo prácticamente estable (frente a una caída del 11,5% en 2012), situándose ligeramente por encima de las 320.000 transacciones anuales. A medida que la actividad económica se vaya recuperando en los próximos trimestres, y esto se traduzca en mejoras en el mercado laboral, es de esperar que el ritmo de compraventas pueda ir ganando impulso.

El precio de las viviendas, si bien es cierto que ya ha hecho la mayor parte del ajuste, todavía tiene cierto margen de corrección. En 2012, según la OCDE, el precio de las viviendas en España aún superaba en un 11,5% su valor de equilibrio. Un desajuste menor que el estimado en otros países desarrollados como Bélgica, Francia o Reino Unido. Si

tenemos en cuenta la corrección realizada en la primera mitad de 2013, la caída pendiente del precio se situaría, según la OCDE, ligeramente por encima del 5%. Una corrección relativamente reducida en comparación con el ajuste llevado a cabo hasta el momento. La hora de la estabilización parece cercana.

### Reloj inmobiliario: Estados Unidos y España (\*) Variación interanual (%)



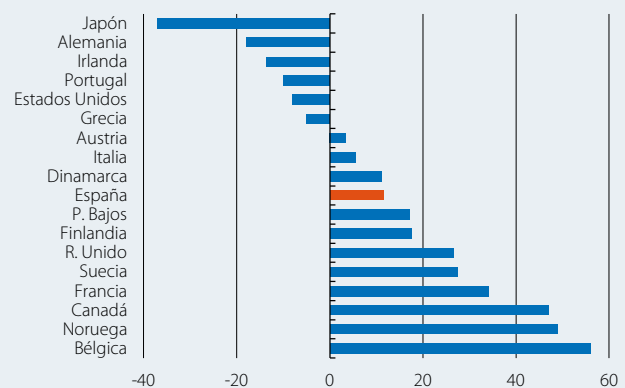
Notas: (\*) Los datos de 2010 y 2011 se excluyen por el efecto de los incentivos fiscales en el mercado inmobiliario.

(\*\*) Datos calculados a partir de las transacciones del Ministerio de Fomento.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento, INE, BIS, National Association of Realtors.

### Desequilibrios en el precio de la vivienda (\*)

Diferencia respecto al precio de equilibrio (%)



Nota: (\*) Calculado a partir de las diferencias entre los ratios del precio/renta y precio/alquiler actuales y sus medias históricas.

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



## FOCUS · El sector del automóvil: sobre ruedas

Después de haber sufrido enormemente durante los últimos cinco años, uno de los sectores clave de la economía española va recuperando la buena forma: el sector del automóvil. Incluyendo todas las actividades relacionadas con la automoción, como seguros o concesionarios, aporta el 6% del PIB, representa el 16% de las exportaciones totales y emplea cerca del 7% de la población activa.

Las mejores noticias provienen de la producción de vehículos: tras sufrir una caída del 16,6% en 2012, en el primer semestre de 2013 ha crecido un 5,5% y supera ya los 1,1 millones de unidades. De mantenerse esta tendencia, se alcanzarían los 2,3 millones, un nivel similar al de 2010 o 2011, aunque por debajo del máximo de 2,9 millones de 2007.

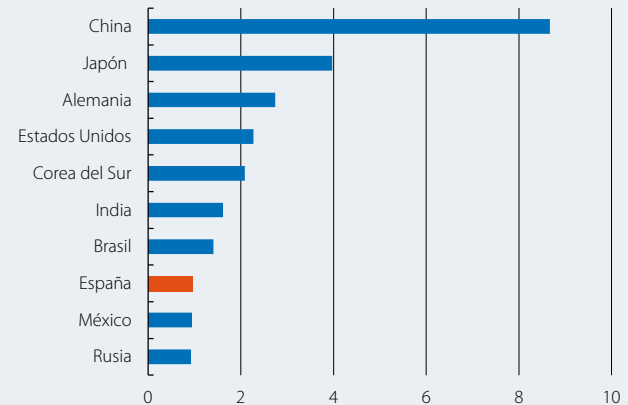
La recuperación de la producción se sustenta por la buena marcha de las exportaciones: la proporción de la producción que se exporta ha pasado del 81,6% en 2005 al 87,4% en 2012. Ello refleja, en parte, el hundimiento de la demanda nacional: en los doce meses hasta agosto se matricularon 680.600 vehículos, un nivel similar al de 1995 y muy inferior a los 1,7 millones de 2005. Aunque las ventas siguen muy débiles, se empiezan a percibir ciertos signos de estabilización gracias, en parte, a los incentivos para la compra, como los planes PIVE.

El aumento de las exportaciones es, sobre todo, el resultado de los esfuerzos de la empresa española por ser más competitiva, internacionalizarse y penetrar nuevos mercados. En primer lugar, los precios de fabricación de vehículos se han mantenido por debajo de los competidores europeos: mientras que en España se incrementaron un 3% entre 2009 y julio de 2013, en Alemania o Francia el aumento fue del 4,4% y del 5,5%, respectivamente. De hecho, las ganancias de competitividad-coste y la mayor flexibilidad laboral han llevado a varios fabricantes a anunciar planes para aumentar la producción en España.

Un segundo factor que explica el incremento de las exportaciones es la internacionalización: el número de empresas del sector del automóvil que exporta se ha triplicado en la última década y supera ya las 16.000. Finalmente, un tercer factor clave es la creciente diversificación de mercados. El estancamiento de los mercados europeos tradicionales se ha podido compensar con el aumento de las exportaciones a otros destinos. Destaca el crecimiento de las exportaciones hacia la Europa emergente y los principales emergentes globales, como Rusia, India y China. Estos mercados son muy atractivos por su elevado potencial de crecimiento: la ratio de motorización (número de vehículos por cada 1.000 habitantes) se irá incrementando a medida que la clase media se vaya consolidando. En definitiva, el sector del automóvil vuelve a estar en marcha y debería ser otro factor tractor de la recuperación de la economía española.

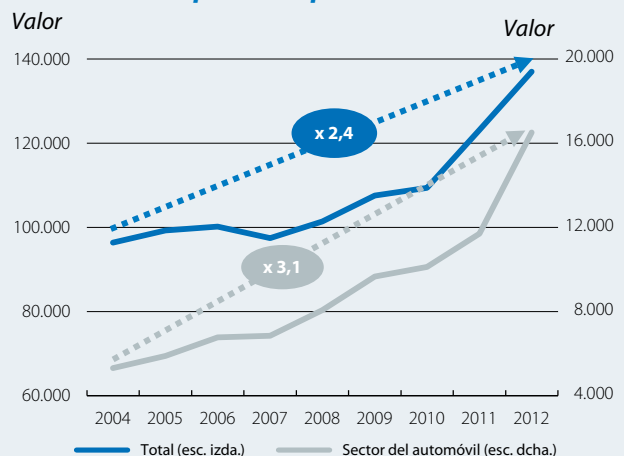
### Producción de automóviles de turismo

Millones de unidades, enero-junio 2013



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

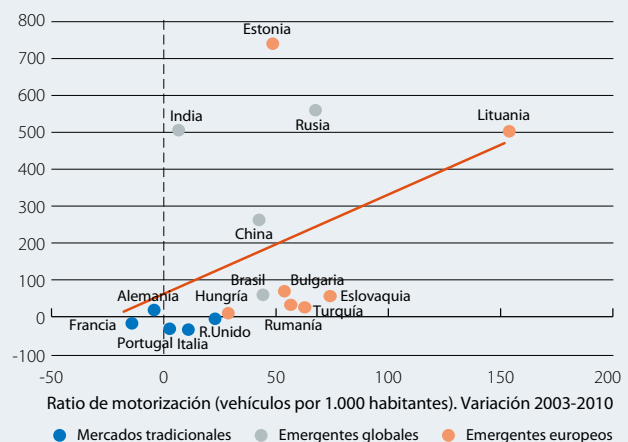
### Número de empresas exportadoras



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

### Ratio de motorización y exportaciones españolas de vehículos

Exportaciones españolas de vehículos por destino  
Variación 2009-2012 (%)



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

## FOCUS · Contención salarial, competitividad y exportaciones

La contención de los costes laborales que están llevando a cabo las empresas debería de ser clave para la recuperación de la economía española. Este ajuste tendría que servir para que las empresas mejorasen su competitividad y, por lo tanto, su capacidad exportadora y de creación de empleo, algo que, al mismo tiempo, ayudaría a amortiguar el efecto de la caída de la demanda interna y a corregir los desequilibrios de la economía. Sin embargo, de momento no parece que la caída de los costes laborales unitarios se esté traduciendo en una caída de los precios de exportación, un elemento que parece imprescindible para que los ajustes salariales se puedan traducir en mayor competitividad. ¿Está atascado el mecanismo de transmisión?

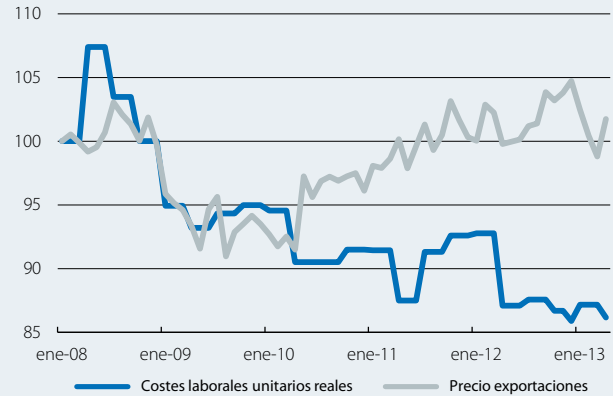
La forma más directa de comprobarlo es analizando la relación entre los costes laborales y las exportaciones. Durante el periodo 2009-2012 los costes laborales disminuyeron un 7,6% y las exportaciones crecieron un 30,2%. Aunque estas cifras sugieren que existe cierta relación, es innegable que el aumento de las exportaciones podría ser resultado de otros factores como, por ejemplo, un incremento de la demanda de los productos españoles. Para hacer el análisis más riguroso, comprobamos que esta relación también se mantiene entre las distintas industrias. Si las agrupamos en función del esfuerzo salarial que realizaron entre 2009 y 2011, observamos que las industrias españolas que redujeron más sus costes laborales fueron las que más aumentaron las exportaciones durante este periodo. La relación causal entre la contención de los costes laborales y la evolución de las exportaciones, por lo tanto, es ahora más difícil de cuestionar. Entonces, ¿por qué parece que los precios de las exportaciones no responden a la contención salarial?

Una vez más, el análisis a nivel de industria nos ayuda a responder la pregunta. El efecto de la contención salarial debería ser distinto en cada una: aquellas cuya producción requiere una proporción más elevada de trabajadores (industrias intensivas en trabajo) deberían haberse beneficiado más de la contención salarial. Para verificar si esta relación existe, clasificamos las industrias entre intensivas y no-intensivas en trabajo. Como presumíamos, la reducción en costes laborales ha sido mayor en las industrias intensivas en trabajo. Más interesante todavía es el hecho que la reducción asimétrica en los costes laborales también parece que se está traduciendo en los precios de las exportaciones. El aumento del precio de las exportaciones en las industrias intensivas en trabajo ha sido menor. Además, las exportaciones también crecieron más en las industrias intensivas en trabajo.

La reducción de los costes laborales, por lo tanto, parece que ha ayudado a evitar una mayor subida del precio de las exportaciones. Un factor imprescindible para que las empresas hayan podido mejorar su posición competitiva en el plano internacional y, por lo tanto, su capacidad exportadora.

### Precio exportaciones y costes laborales unitarios

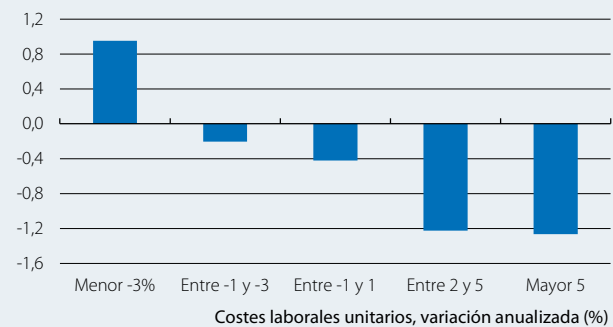
(Índice, enero 2008 = 100)



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

### Costes laborales unitarios y exportaciones, por industrias (\*)

Exportaciones, variación anualizada (%)

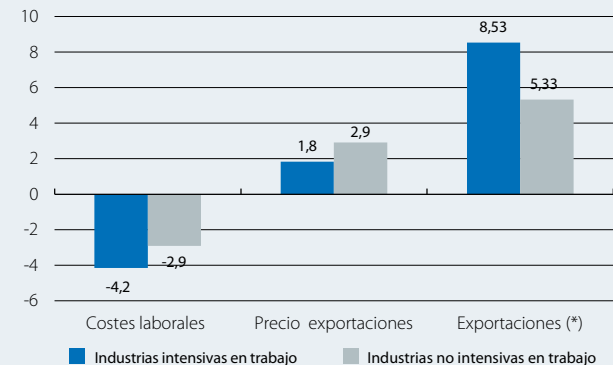


Nota: (\*) CLU nominales y exportaciones nominales. Diferencias respecto a la variación anualizada promedio entre 2010 y 2012 para las exportaciones y entre 2010 y 2011 para los CLU.

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

### Costes laborales, precio exportaciones y exportaciones (\*)

Variación anualizada, 2010-2011 (%)



Nota: (\*) Costes laborales unitarios reales, exportaciones nominales. Industria intensiva en trabajo: masa salarial sobre la producción superior a la media en 2009.

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

## PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE ESPAÑA

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

### Indicadores de actividad

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad	-0,9	-2,2	-2,6	-3,6	-1,7	-3,2	-2,4	...
Índice de producción industrial	-1,3	-6,0	-5,7	-4,2	-1,8	-1,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-12,5	-17,5	-17,9	-15,9	-15,4	-14,2	-12,7	-11,4
PMI de manufacturas (valor)	47,3	43,8	44,5	45,7	47,6	49,8	51,1	...
<b>Construcción</b>								
Visados de obra nueva	-13,5	-42,7	-43,5	-28,0	-27,2	-1,5	...	...
Compraventa de viviendas	-18,1	-8,7	3,5	7,9	0,6	-5,0	...	...
<b>Servicios</b>								
Turistas extranjeros	6,1	2,0	-1,5	1,8	5,3	2,9	7,1	...
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	42,6	45,7	46,5	48,5	50,4	...
<b>Consumo</b>								
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,2	-10,2	-8,5	-5,0	-3,2	-4,2	...
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-21,6	-11,1	2,5	14,8	-18,3	...
Indicador de confianza de los consumidores	-17,1	-31,7	-37,8	-32,6	-28,7	-22,7	-21,2	-17,5

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

### Indicadores de empleo

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13
<b>Afiliados a la Seguridad Social <sup>(1)</sup></b>								
Sectores de actividad								
Industria	-2,7	-5,3	-5,9	-5,9	-5,8	-5,1	-4,2	-4,0
Construcción	-12,2	-17,0	-17,7	-16,8	-15,8	-13,8	-11,6	-10,8
Servicios	0,2	-1,7	-1,8	-2,6	-3,0	-2,5	-2,4	-2,1
Situación profesional								
Asalariados	-1,4	-3,8	-3,9	-4,7	-5,1	-4,4	-4,2	-4,0
No asalariados	-1,2	-1,4	-1,4	-1,6	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5
<b>TOTAL</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>
<b>Población ocupada <sup>(2)</sup></b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-3,6</b>	<b>-</b>	<b>...</b>
<b>Contratos registrados <sup>(3)</sup></b>								
Indefinidos	-9,2	-1,3	-3,9	23,8	18,4	1,5	5,7	1,1
Temporales	1,2	-4,0	-3,3	-3,3	-2,4	6,0	8,8	1,2
<b>TOTAL</b>	<b>0,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>5,6</b>	<b>8,6</b>	<b>1,2</b>
<b>Paro registrado <sup>(3)</sup></b>								
Menores de 25 años	0,6	4,5	4,0	0,5	-4,3	-6,1	-5,6	-6,9
Resto de edades	5,4	11,7	12,8	11,7	8,4	5,2	3,3	2,5
<b>TOTAL</b>	<b>4,8</b>	<b>10,9</b>	<b>11,9</b>	<b>10,5</b>	<b>7,1</b>	<b>4,0</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Empleo y Seguridad Social, Instituto Nacional de Estadística y Servicio Público de Empleo Estatal.

### Precios

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
<b>General</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>
Subyacente	1,7	1,6	2,3	2,2	1,9	1,7	1,6	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	3,3	3,3	4,3	7,4	7,6	...
Productos energéticos	15,8	8,8	8,8	4,8	-1,1	-0,4	-2,2	...

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

## Sector exterior

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

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13
<b>Comercio de bienes</b>							
Exportaciones (variación interanual)	15,4	3,8	4,2	4,2	3,9	11,9	1,3
Importaciones (variación interanual)	9,6	-2,8	-2,1	-6,4	-6,9	0,6	-3,0
<b>Saldo corriente</b>	<b>-39,8</b>	<b>-11,5</b>	<b>-24,3</b>	<b>-11,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>
Bienes	-42,3	-25,7	-32,7	-25,7	-19,1	-12,7	-11,7
Servicios	34,6	37,0	37,1	37,0	37,6	37,9	38,2
Rentas	-25,7	-18,7	-21,4	-18,7	-17,2	-16,4	-16,3
Transferencias	-6,4	-4,1	-7,3	-4,1	-3,7	-4,9	-5,5
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-34,3</b>	<b>-4,9</b>	<b>-19,1</b>	<b>-4,9</b>	<b>4,9</b>	<b>12,0</b>	<b>13,2</b>

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

## Sector público

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

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-9,4</b>	<b>-10,6</b>	<b>-6,3</b>	<b>-10,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-</b>	<b>...</b>
Estado <sup>(1)</sup>	-5,6	-7,8	-5,3	-7,8	-1,7	-3,9	-4,4	-4,6
Comunidades autónomas	-3,3	-1,8	-0,9	-1,8	-0,2	-0,8	-0,8	...
Corporaciones locales	-0,4	-0,2	0,1	-0,2	0,2	0,2	-	...
Seguridad Social	-0,1	-1,0	-0,1	-1,0	0,2	0,8	0,1	...
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>70,4</b>	<b>85,9</b>	<b>79,0</b>	<b>85,9</b>	<b>90,1</b>	<b>92,2</b>	<b>-</b>	<b>...</b>

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de IGAE, Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas y Banco de España.

## 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	Saldo 07/13 <sup>(1)</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros <sup>(2)</sup></b>								
Sector privado	-2,0	-4,1	-4,2	-5,8	-8,2	-8,8	-8,6	1.890,0
Empresas no financieras	-2,0	-4,3	-4,3	-7,0	-10,8	-11,5	-11,3	1.082,6
Hogares <sup>(3)</sup>	-2,0	-3,8	-4,1	-4,1	-4,4	-4,8	-4,7	807,4
Administraciones públicas <sup>(4)</sup>	15,9	14,9	15,0	17,2	18,7	18,5	17,8	947,2
<b>TOTAL</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>2.837,2</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>								
Total depósitos	0,3	-4,5	-6,2	-2,7	-0,1	1,8	4,3	1.183,3
A la vista	1,9	0,2	-0,9	-1,9	0,9	3,2	3,4	270,1
De ahorro	-1,4	-2,8	-0,8	0,2	-0,6	-1,1	-0,4	200,7
A plazo	0,6	-6,7	-9,6	-4,4	-0,9	1,6	5,7	691,8
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	-7,1	20,1	20,5	22,7	23,4	20,7
Resto del pasivo <sup>(5)</sup>	-4,4	-13,2	-19,2	-18,3	-20,2	-19,2	-19,7	122,8
<b>TOTAL</b>	<b>-0,4</b>	<b>-5,7</b>	<b>-8,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1.306,1</b>
<b>Tasa de morosidad (%) <sup>(6)</sup></b>	<b>7,8</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>10,4</b>	<b>10,5</b>	<b>11,6</b>	<b>12,0</b>	<b>-</b>
<b>Tasa de cobertura (%) <sup>(6)</sup></b>	<b>59,6</b>	<b>73,8</b>	<b>62,4</b>	<b>73,8</b>	<b>70,4</b>	<b>65,8</b>	<b>66,4</b>	<b>-</b>

Notas: (1) Miles de millones de euros. (2) Residentes en España. (3) Incluyen las ISFLSH. (4) Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre AA. PP.

(5) Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros titulizados, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. (6) Dato fin de periodo.

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

## EL DESAPALANCAMIENTO DE LOS PAÍSES PERIFÉRICOS

## Mochilas, deudas y otras cargas que calibrar

«Domingo, 5 de la madrugada. Dos horas antes de la ascensión. Impermeable, linterna, manta, ¿2 latas de comida y 3 litros de agua? ¿3 latas y 2 litros? ¿3 y 3? Nos invaden las dudas: demasiada carga en la mochila y la cima puede escaparse por falta de fuerzas; demasiado poca y quizá desistamos por falta de víveres. ¿Cuál es la carga ideal? ¿A partir de qué peso acabará siendo un lastre?». Sustituyan mochila por deuda y ascensión por crecimiento, y se estarán planteando las mismas preguntas que quitan el sueño a muchos académicos, políticos e inversores desde que la crisis financiera global cruzó el Atlántico, mutó a crisis de deuda soberana y engulló de lleno a la eurozona.

En seguida se darán cuenta de que la respuesta a todas esas preguntas es un gran «depende». Del mismo modo que el peso ideal de la mochila dependerá de la propia fuerza física, del calibre de la meta, de si se sube acompañado o de la climatología, el nivel idóneo de deuda o el nivel de deuda que un país puede sostener sin poner en entredicho su solvencia o penalizar su crecimiento económico a largo plazo dependerá de una larga lista de condicionantes. Estos incluyen el grado de desarrollo, el potencial de crecimiento, la calidad de las instituciones, la naturaleza de los deudores (públicos o privados) o de los acreedores (nacionales o extranjeros, oficiales o privados), el calendario de vencimientos, la moneda en que esté denominada la deuda, contar o no con un prestamista de última instancia y el uso que se haga de los fondos prestados.

A modo de ejemplo: un nivel de deuda del 70% del PIB en Brasil no suscita las mismas dudas si se destina a financiar inversión productiva, con mayor probabilidad de tener un retorno positivo a futuro en un país con un enorme potencial económico, que si se emplea en financiar una burbuja inmobiliaria o consumo efímero. Tampoco provoca el mismo quebradero de cabeza un nivel de deuda del 100% del PIB en EE. UU., primera potencia económica mundial y con un coste de financiación mínimo, que el mismo 100% en Sudán. Y, cómo no, una ratio de deuda del 180% del PIB en Grecia, que no cuenta con un prestamista de última instancia y está en su mayor parte en manos extranjeras, preocupa mucho más que el 240% en Japón, con la mayoría de títulos atesorados en arcas niponas y velados por un banco central propio.

Pero ¿por qué preocupa la deuda? Al fin y al cabo, como bien expuso Alexander Hamilton, primer Secretario del Tesoro de los EE. UU., «la deuda nacional, si no es excesiva, puede ser una bendición». No en vano, permite trasladar ingresos futuros a presente y financiar, con ellos, proyectos de inversión, innovación o formación de capital humano que, en última instancia, deberían impulsar el crecimiento económico a largo plazo. Asimismo, puede aportar un valioso balón de oxígeno en tiempos de crisis. Entonces, ¿cuál es el problema? El mismo Alexander Hamilton nos da la clave: el «exceso». La historia confirma que, a partir de determinados niveles de deuda, su efecto positivo sobre la senda de crecimiento puede torcerse.

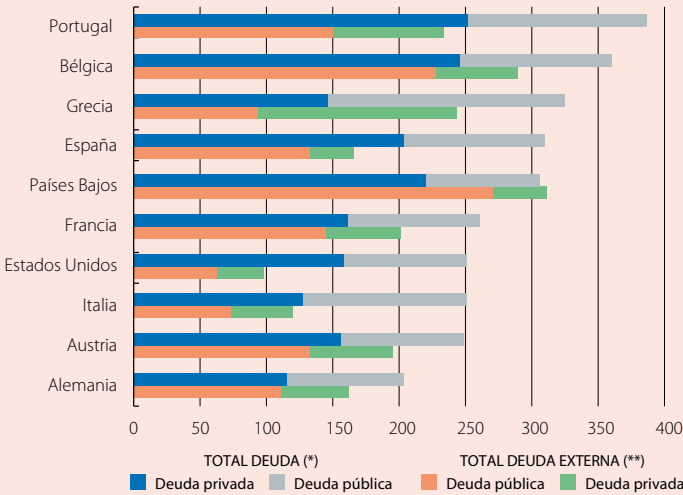
Esa quiebra puede originarse por varias causas. Para empezar, más deuda suele derivar en una mayor carga de intereses. Cuando esa deuda es pública, más pagos por intereses exigirán mayores impuestos, menor gasto público o mayor déficit. En cualquier caso, el resultado es una pérdida de recursos disponibles para invertir o consumir, con el consiguiente lastre sobre la actividad y el crecimiento. El problema se agrava si la carga de dicha deuda obliga a un aumento de los impuestos que introduce distorsiones y genera ineficiencias en detrimento del crecimiento, o bien si provoca un efecto *crowding out* sobre la inversión privada que solo resultará inocuo para el crecimiento si acaba financiando proyectos tanto o más productivos que en el ámbito privado. Otro agravante adicional, que aplica tanto a la deuda pública como a la privada, surge cuando una elevada proporción de dicha deuda es externa; es decir, si está en manos de acreedores extranjeros, puesto que, en ese caso, los intereses pagados abandonan la economía doméstica, aparte de que el coste de financiación suele aumentar con el peso de la deuda externa.

En segundo lugar, cuanta más deuda pública acumule un país, menor será el margen del que dispondrán las autoridades económicas para aplicar políticas contracíclicas ante una recesión o una moderación del ritmo de actividad sin que ello haga sonar las alarmas. Sin ese recurso, aumenta el riesgo de que una recesión se enquistase o de que el avance económico sea excesivamente volátil, a la *boom-bust*, lo que exacerbaría la incertidumbre —férrea enemiga de la inversión— y amenazaría el crecimiento a medio plazo.

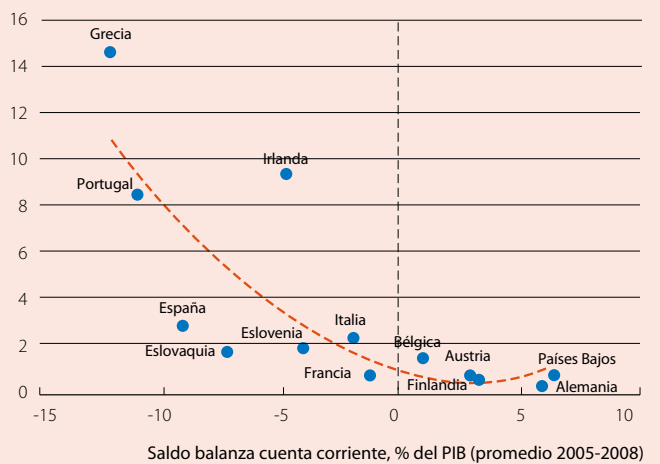
Tercero, la madre de todos los divorcios entre deuda y crecimiento se produce cuando algún tipo de eventualidad quiebra la confianza y detona el temor a un impago. Si ese temor arraiga, los inversores serán reticentes a refinanciar los vencimientos de deuda, y los deudores pueden verse obligados a llevar a cabo un ajuste abrupto de sus necesidades de financiación. El bucle de impacto negativo sería parecido a este: los acreedores exigen una mayor prima de riesgo; las empresas desinvierten, ya sea porque les resulta demasiado costoso financiarse o porque anticipan una mayor carga tributaria o expropiaciones futuras; la incertidumbre también frena el consumo de las familias; el sector público introduce medidas de austeridad para compensar una mayor

**El mismo nivel de deuda pública no suscita las mismas dudas en todas partes y los desequilibrios externos penalizan su coste de financiación**

Deuda en 2012 (% del PIB)



Diferencial de rentabilidad bono a 10 años respecto al bund alemán (junio 2011) (puntos porcentuales)



**Notas:** (\*) Excluye la deuda del sector financiero. (\*\*) Incluye la deuda del sector financiero.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI World Economic Outlook y Thomson Reuters Datastream.

carga de intereses; inversión y consumo se acaban resintiéndose; el crecimiento lo acusa; aumenta la probabilidad de una quita, ya sea explícita o vía inflación; y se echa más leña al fuego del temor inicial. Ese temor se agrava aún más si tanto el sector privado como el público empiezan a desapalancarse de forma simultánea. Se trata de un bucle vicioso de difícil reversión una vez se pone en marcha, lo que en física se conoce como un sistema inestable: aquel que, una vez pierde su equilibrio, exige de una potente fuente de energía externa para evitar un fallo catastrófico —su antítesis sería el péndulo—. Escapar de una trampa de deuda como esta requiere, sin duda, potentes palancas, como impulsar el crecimiento mediante ambiciosas reformas que faciliten ganancias de competitividad o asistencia externa, a modo de prestamista de última instancia. De no ser así, el remolino podría convertirse en huracán y provocar una crisis de liquidez que, realmente, pondría en jaque el crecimiento al precipitar un ajuste masivo y repentino de los desequilibrios. En el peor de los casos, consumaría una profecía autocumplida, con una quita real.

Una crisis de confianza por temor a un impago es altamente probable cuando los tipos impositivos o los recortes necesarios para servir la deuda exceden el tope considerado económica o políticamente asumible.<sup>(1)</sup> Como ya advirtió hace años Paul Krugman, cuando el nivel de deuda es tan elevado que el Gobierno deudor ve escasas posibilidades reales de poder repagarla, sus incentivos para tomar medidas que ayuden a seguir sirviéndola se desvanecen. Es lo que se conoce como «*debt overhang*», cuya incidencia es más probable cuanto mayor sea el saldo de deuda viva y que, cuando se produce, pone a los acreedores en una encrucijada: si siguen financiando al deudor, puede que los astros se alineen y recuperen el total del crédito pero se arriesgan a que el *debt overhang* acabe empujando al deudor a declararse insolvente; si, en cambio, deciden condonarle parte de la deuda, deben reconocer pérdidas de inmediato pero le dan un balón de oxígeno y aumentan la probabilidad de recuperar el resto. Con todo, ni el consenso ni la evidencia empírica han podido identificar, de forma concluyente, un umbral de deuda sobre PIB que, con carácter universal, determine el riesgo de una trampa de deuda.<sup>(2)</sup>

De todos modos, como reza el dicho, si no quieres quemarte, no te acerques al fuego. Teniendo en cuenta que dicho fuego equivale a estancamiento, depresión, asistencia externa o pérdida de soberanía, más vale no abusar de la deuda y administrar las finanzas nacionales siguiendo el consejo que daría una madre a su hijo antes de la excursión: asegúrate de que ni te falte ni te sobre nada; mide bien tus fuerzas; administra tus recursos responsablemente y con prudencia; no te alejes del grupo; no te fíes ni del tiempo, ni de que tus compañeros te puedan sacar de apuros, ni de que yo te vaya a rescatar allá arriba; llega tan lejos como puedas. Pero, sobre todo, honra mis sueños y mis esfuerzos no pereciendo en el intento.

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

(1) La mayoría de Gobiernos tienen compromisos adquiridos de gastos que, simplemente, no pueden rehuir de la noche a la mañana.  
 (2) Varios estudios, entre los que destacan los trabajos de Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff, identifican una correlación negativa entre deuda y crecimiento que, en general, asocia un aumento de 10 puntos porcentuales en la ratio de deuda sobre PIB, cuando esta excede un umbral que, en función del estudio, se situaría entre el 80% y el 90% del PIB, a un retroceso del crecimiento del PIB per cápita de entre 13-17 puntos básicos. Sin embargo, no se descarta una causalidad inversa y otros autores han calificado de arbitrario ese umbral del 80%-90%.



## Alternativas cuando la carga de la deuda pública se hace insostenible

La tendencia al alza del endeudamiento de los Gobiernos, vigente durante décadas, se ha acentuado de manera muy acusada con la profunda crisis económica de los últimos años, particularmente en los países avanzados. El deterioro ha sido tan intenso como para abrir interrogantes sobre si algunos de ellos han alcanzado, o van camino de alcanzar, niveles insostenibles. Por desgracia, el atípico marco institucional de la eurozona contribuye a que determinados países de esta región estén al frente de la lista de sospechosos. Como consuelo, un aspecto positivo es la existencia de ciertos mecanismos útiles para la gestión de las crisis de deuda, al menos con vistas a evitar escenarios de impago desordenado. Pero es necesario utilizarlos bien.

Antes de considerar las particularidades de la eurozona conviene tener presentes las iniciativas internacionales para la instauración de un régimen general de prevención y resolución de las crisis de deuda soberana. Debe admitirse que los progresos han sido lentos, aunque recientemente se ha percibido un impulso notable. Desde las instancias gubernamentales, el G-20 lleva años impulsando el establecimiento de protocolos de actuación y foros para negociar y dictaminar ante episodios de crisis. Desde el sector privado, el Institute for International Finance también se ha mostrado muy activo al respecto. Pero tal vez el referente más significativo sea el Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) patrocinado por el FMI. En un principio estas iniciativas se concibieron para los países emergentes, como respuesta a la experiencia traumática que supuso la larga secuencia de crisis de deuda externa durante las décadas de los ochenta y noventa. La distinción entre deuda interna y externa es importante en los análisis teóricos y empíricos de los impagos soberanos. La decisión de incumplir incorpora aspectos de capacidad («poder») y de voluntad («querer»), en función de la existencia de vías alternativas como el ajuste fiscal, las ventas de activos o la monetización de la deuda. Esta última posibilidad determina que el impago interno tenga más que ver con la voluntad y el externo, con la capacidad. En el ámbito de la prevención, los elementos principales que se promueven son los que deben permitir el efecto disciplinante del mercado (divulgación de información fiable por parte de los Gobiernos, incentivos adecuados de las agencias de *rating*, etc.), así como vigilancia y asesoramiento por parte de órganos supranacionales. Cuando se llega a la necesidad de abordar la resolución, el propósito es análogo al de las legislaciones nacionales en materia concursal: aliviar la carga de la deuda hasta niveles sostenibles que efectivamente se atiendan, con el menor coste posible para todas las partes implicadas. Tres tipos de costes sobresalen. De entrada, obviamente, el quebranto patrimonial de los acreedores. Segundo, el daño a la reputación del país deudor (y de sus políticos). Tercero, el riesgo de contagio y afectación sistémica. La relevancia de estas variables explica la conveniencia de contar con un procedimiento que permita reestructurar la deuda pública de manera ordenada, negociada y alejada de la fórmula del repudio. El FMI se ha puesto manos a la obra con la presentación este año 2013 de una propuesta de reformulación del SDRM.<sup>(1)</sup> El diseño planteado tiene elementos muy interesantes. Se activa solo a petición de uno de los miembros del FMI, que debe justificar que la deuda que pretende reestructurar es insostenible. A continuación se forma un comité que representa a los acreedores y asume la responsabilidad de abordar los temas entre deudor y acreedores, o entre estos últimos. Los costes asociados al funcionamiento del comité debe sufragarlos el deudor. Como gran baza, el SDRM contempla la «agregación de los acreedores»: si se alcanza una mayoría cualificada (75%), las decisiones tendrán efectos sobre la totalidad de acreedores. De esta manera se evita que pequeños grupos (por ejemplo, los «*vulture funds*») rechacen adherirse a la operación con la intención de bloquearla para obtener beneficios particulares. Otra provisión legal con efectos similares consiste en las «cláusulas de acción colectiva» (CAC), si bien estas solo atañen a instrumentos financieros específicos (bonos en cuyo folleto de emisión u otras normas rectoras se incorpora la CAC), de modo que para aprobar una reestructuración de deuda que contenga CAC, la operación se debe realizar bono a bono. El SDRM contempla la resolución de posibles conflictos a través de un foro independiente. Concretamente, el Director Gerente del FMI nombra un panel de jueces que, a su vez, son los encargados de seleccionar a los profesionales que finalmente conformarán el foro.

En el seno de la eurozona, las autoridades de cada país no disponen de la política monetaria como herramienta para afrontar eventuales crisis de deuda, dado que dicha política está asignada a una institución independiente: el Banco Central Europeo (BCE). Es más, el estatuto del BCE le prohíbe explícitamente financiar a los Estados miembros, a la vez que la ausencia de un tesoro centralizado le deja sin respaldo fiscal. En cierto modo, esto significa que la deuda de los Gobiernos es como si fuera toda ella en moneda extranjera, lo que les sitúa en condiciones más vulnerables. Por si esto fuera poco, el Tratado de Maastricht especifica una «cláusula de no rescate» (*no bail-out clause*), por la cual los Estados miembros no son responsables ni deben asumir los compromisos o deudas de los demás socios. Sin embargo, el Tratado no contempla cómo se debe proceder ante la eventual necesidad de asistir a un país con problemas. Casi veinte años después de la firma de Maastricht, la larga y tortuosa crisis de Grecia ha puesto encima de la mesa la necesidad de contar con un marco institucional específico que facilite la resolución de las crisis de deuda soberana. Simplificando a efectos de exposición, y adoptando la jerga que se ha creado durante estos años, las opciones para un

(1) «Sovereign Debt Restructuring: Recent Developments and Implications for the Fund's Legal and Policy Framework», FMI, 2013.



país de la eurozona ante una situación de incapacidad para atender el pago de la deuda pueden agruparse en dos categorías, en función de quién soporta la carga. Por un lado, las medidas de «Private Sector Involvement» (PSI), que básicamente entrañan una u otra modalidad de restructuración de la deuda: rebajar los tipos de interés, extender plazos, e incluso reducir el nominal. Por otro lado, las fórmulas de «Official Sector Involvement» (OSI), es decir, las ayudas proporcionadas por otros Estados u organismos internacionales (FMI, etc.), que pueden adoptar formas muy variadas: hoy por hoy obligadas a soslayar la cláusula de no rescate, pero con propuestas encaminadas hacia la mutualización.

En cuanto al PSI, el elemento clave es la conveniencia, por no decir necesidad, de contar con la «aprobación» de los tenedores de la deuda, un aspecto que en muchas ocasiones se convierte en un escollo insalvable. El caso griego, inicialmente planteado como un intercambio voluntario de bonos, constituyó un auténtico drama: negociaciones turbulentas, amenazas, dilación en el tiempo, para culminar con una polémica aplicación retroactiva de las CAC por parte del Gobierno heleno. Las autoridades europeas han tomado nota de estas disfunciones. La principal medida ha sido el acuerdo para que desde el 1 de enero de este año todos los bonos públicos emitidos en la eurozona incorporen, *ex ante* y en términos homogéneos, las CAC. Pero también sería aconsejable mejorar el marco institucional y el protocolo del proceso de negociación, concretando criterios y responsables de dictaminar los términos de una restructuración razonable y justa. Una propuesta interesante al respecto<sup>(2)</sup> es la del denominado European Crisis Resolution Mechanism (ECRM), que se guiaría por los siguientes principios: solo se activaría si se demostrara que la dinámica de la deuda es insostenible; no interferiría en la soberanía del país deudor; proveería incentivos para que el deudor y los acreedores quisieran negociar; permitiría que si el deudor y una mayoría cualificada de los acreedores alcanzaran un acuerdo, este fuera de obligado cumplimiento para todos; la integridad del proceso estaría salvaguardada por un sistema de resolución de disputas imparcial y eficiente. La propuesta sugiere un ECRM conformado por tres unidades separadas. La unidad legal, con autoridad para abrir los procedimientos ante la petición de un Gobierno de la eurozona. La unidad económica, encargada de valorar si el Gobierno en cuestión se encuentra en una situación insostenible, y los términos de un acuerdo razonable. Y la unidad financiera, dotada de capacidad suficiente para proporcionar asistencia financiera a corto y medio plazo para facilitar que el país deudor pueda realizar los ajustes necesarios. Esto último supone incorporar un ingrediente de ayuda oficial (OSI).

Por ahora, las actuaciones OSI han adoptado la forma de préstamos (inicialmente bilaterales entre Gobiernos con la participación del FMI, y luego canalizados a través del FEEF y el MEDE). Aun así, no han faltado las denuncias de que se vulneraba la cláusula de no rescate, apelando a que las condiciones de los préstamos escondían una subvención o advirtiendo de la asunción de riesgos por parte de los prestamistas. Los mecanismos abiertamente orientados a la mutualización de pasivos y riesgos (como serían, por ejemplo, los eurobonos) no parecen viables en la fase actual del proceso de integración europea. Sí están bajo consideración fórmulas intermedias, que pueden ser de gran utilidad ante el desafío de la sostenibilidad de la deuda en algunos países. Una propuesta singular, por su procedencia —el consejo de expertos económicos del Gobierno alemán— y por sus impulsores —el Parlamento y la Comisión europeos—, es el denominado European Redemption Fund (ERF), que se concibe como un equilibrio de dos principios fundamentales.<sup>(3)</sup> El primero es la «responsabilidad»: compromiso irrevocable de todos los países en materia de disciplina fiscal. El segundo es la «solidaridad»: los países que atraviesen problemas recibirían el respaldo del resto. La idea principal del ERF es separar el total de deuda acumulada por un país miembro en dos partes. La primera equivale al 60% de su PIB, el límite contemplado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. La segunda comprende toda la deuda que exceda dicho umbral. Esta segunda parte podría ser transferida al ERF, donde todos los miembros de la eurozona tendrían responsabilidad conjunta. Simultáneamente, cada país deberá garantizar la deuda transferida con un depósito en forma de reservas internacionales, que se perderá en caso de incumplir las obligaciones contraídas: mantener el endeudamiento no transferido por debajo del 60% del PIB, controlar el déficit presupuestario por debajo del 0,5% del PIB, incluir «frenos fiscales» a nivel constitucional, y eliminar la deuda transferida en un plazo de 25 años. El efecto perseguido con este mecanismo es reducir el coste de financiación de los países apurados, lo que mejoraría la sostenibilidad de su deuda total.<sup>(4)</sup>

Sin duda, combinar con acierto PSI y OSI constituye uno de los nudos gordianos en el proceso de crisis y refundación del euro que estamos viviendo. Los inicios en 2009 no fueron muy afortunados, pero poco a poco parece que los distintos agentes implicados van encontrando el camino, aunque todavía queda mucho por recorrer.

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

(2) Véase Gianviti, F. y otros, «A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: A Proposal», Bruegel Blueprint 10, 2010.

(3) Véase «European Redemption Pact», German Council of Economic Experts, Informe Anual 2011.

(4) Otra propuesta interesante es la realizada por J. Delpla y J. von Weizsäcker, «The Blue Bond Proposal», Bruegel Policy Brief 3, 2010.

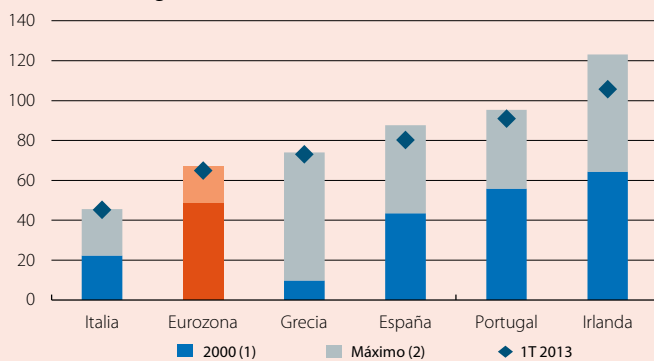
## La periferia está apalancada, ¿cómo se desapalancará?

Tras endeudarse excesivamente durante más de una década, el sector privado de los países periféricos ha iniciado un arduo, pero necesario, proceso de desapalancamiento. Arduo, porque limita la capacidad de crecimiento económico precisamente cuando más necesaria es. Pero imprescindible, porque si se quieren disipar las dudas sobre la solvencia del sector privado y, en última instancia, del sector público, los niveles de endeudamiento deben volver a cotas indiscutiblemente sostenibles. A fecha de hoy, y a pesar de que la presión sobre los países periféricos se ha reducido, los avances en el proceso de desapalancamiento del sector privado de la periferia son aún incipientes.

Para analizar este proceso es conveniente desglosar la dinámica de la deuda del sector privado entre la de los hogares y la de las empresas. Por un lado, los hogares contraen una mayor proporción de deuda a largo plazo, y su capacidad de repago se determina en función de la evolución de la renta del trabajo y de las que perciben de su riqueza financiera y no financiera. Por otro lado, las empresas tienden a emitir deuda más a corto plazo, por lo que ante dificultades de refinanciación el nivel de apalancamiento se suele reducir más rápidamente. Los mecanismos mediante los que hogares y empresas pueden declarar el impago de deudas también son distintos. Mientras que las empresas pueden hacer suspensión de pagos, el procedimiento concursal para las familias es menos accesible y, en general, la condonación de la deuda pendiente es limitada.

### El desapalancamiento del sector privado empieza lentamente en la periferia

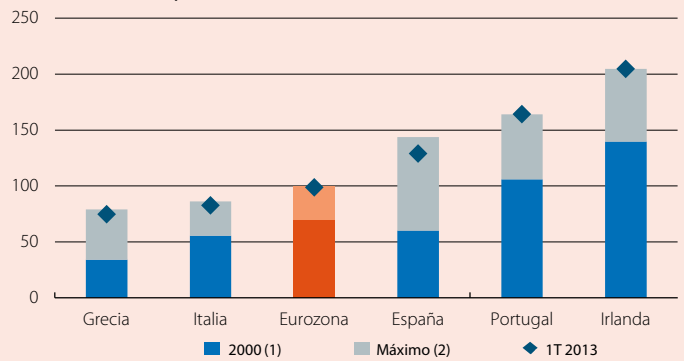
Deuda de los hogares (% del PIB)



Notas: (1) 2002 para Irlanda. (2) Italia: 3T 2011; eurozona: 2T 2010; Grecia: 2T 2012; España: 2T 2010; Portugal e Irlanda: 4T 2009.

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

Deuda de las empresas no financieras (% del PIB)



Notas: (1) 2002 para Irlanda. (2) Grecia: 1T 2010; Italia: 2T 2009; eurozona: 3T 2012; España: 3T 2010; Portugal e Irlanda: 1T 2013.

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

Empecemos, pues, analizando la deuda de los hogares. El primer punto por remarcar es que esta no aumentó por igual en todos los países de la periferia. En Italia, de hecho, la deuda de los hogares siempre se mantuvo por debajo del nivel promedio de la eurozona. En Grecia, en cambio, a pesar de representar solamente el 10% del PIB en 2000, experimentó el mayor incremento entre los países periféricos, concretamente de 64 p. p., hasta alcanzar el 74% del PIB en 2T 2012. Es especialmente en Irlanda, pero también en España y Portugal, donde el endeudamiento de los hogares alcanzó las cotas más elevadas. En estos tres países, el proceso de desapalancamiento ya ha empezado, pero la velocidad a la que avanza es bastante lenta. En Irlanda, la corrección desde el máximo ha sido de 17 p. p., mientras que en España y Portugal solo se ha reducido en 7 p. p. y 4 p. p., respectivamente. En estos tres países, en promedio, el nivel actual de deuda de los hogares todavía se encuentra 27 p. p. por encima de los registros del conjunto de la eurozona.

En gran medida, la lentitud con la que está avanzando el proceso responde a las actuales condiciones macroeconómicas. Históricamente, la ratio entre la deuda de los hogares y su renta nominal (un indicador de la capacidad de repago) se ha reducido, sobre todo, por el aumento de la renta nominal, especialmente, por el efecto de la inflación. Concretamente, la contribución de la inflación en la corrección de esta ratio hasta niveles anteriores al *boom* ha sido del 70% históricamente.<sup>(1)</sup> La contribución del aumento de la renta en términos reales ha sido, también históricamente, del 25% aproximadamente. En este episodio, en cambio, la inflación se está manteniendo en cotas muy moderadas, lo que, sumado a la pobre evolución de la renta real de los hogares, limita su capacidad de desapalancamiento. De hecho, desde 2010 la renta bruta de los hogares ha caído un 3,4% en España y un 1,8% en Portugal. En Irlanda la evolución de la renta ha sido más favorable durante los últimos dos años, lo que sumado a la mayor disminución de la deuda en términos absolutos ha permitido un ajuste algo superior. En cualquier caso, dado que nada

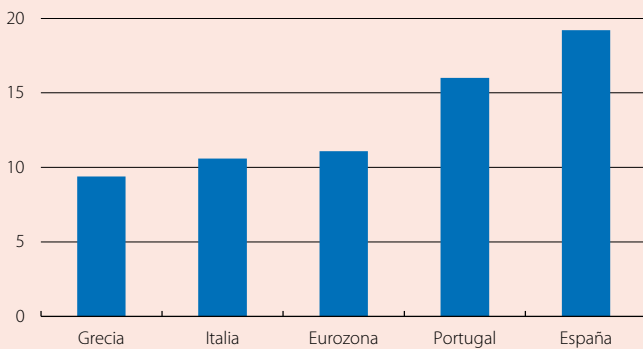
(1) Véase (2013) «Indebtedness and deleveraging in the euro area», FMI, Euro Area Policies: Selected Issues Paper.

hace prever que el BCE relajará el actual objetivo de inflación, y que la recuperación económica se anticipa lenta en todos los países periféricos, el proceso de desapalancamiento de los hogares probablemente será más tardío de lo habitual. Es preciso tener en cuenta que históricamente este ha durado entre 5 y 10 años según estimaciones del FMI.

Del mismo modo, el proceso de desapalancamiento de las empresas no financieras también avanza con pausa. Irlanda y Portugal son los países cuyas empresas están más endeudadas (205% y 164% del PIB en 1T 2013) y donde la deuda aún no ha dejado de crecer. En España es donde la deuda corporativa aumentó más entre 2000 y 2010, nada menos que en 83 p. p., pero desde entonces es donde más se ha reducido (15 p. p.). En 1T 2013 todavía representaba el 129% del PIB. Italia y Grecia, por su lado, no partían de niveles de deuda corporativa excesivamente elevados y tampoco lo incrementaron demasiado durante los años de bonanza. Por lo tanto, su necesidad de desapalancamiento es menos apremiante.

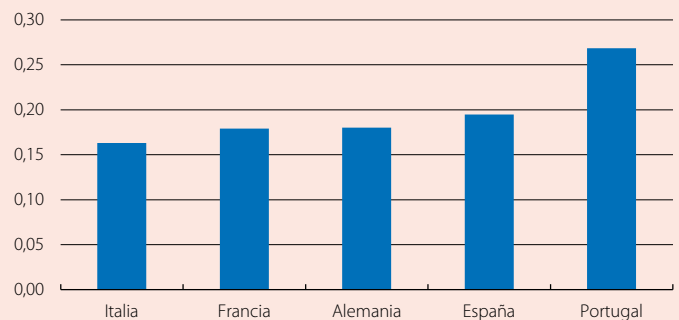
### La carga de la deuda es mayor en la periferia

Carga de la deuda de los hogares (% de ingresos)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE (Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares, 2010).

Gastos financieros de las empresas (% de beneficio bruto de explotación, 2011)



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

¿Hasta qué nivel debería reducirse la deuda corporativa para ser sostenible? Según el FMI, es habitual que los episodios de alto crecimiento del endeudamiento empresarial vayan seguidos de procesos de desendeudamiento de aproximadamente dos tercios del incremento experimentado durante el *boom*. Aplicando este porcentaje, las empresas españolas deberían reducir su deuda en 41 p. p. todavía, una disminución similar a la que tienen pendiente Irlanda o Portugal. De todos modos, la elevada heterogeneidad dentro del tejido empresarial de cada país implica que no todas las empresas deban seguir una senda de desendeudamiento. Por ejemplo, las empresas más abiertas al sector exterior, en general, pueden continuar endeudándose para financiar proyectos de inversión rentables, como así lo demuestra el buen ritmo de emisión de bonos corporativos por parte de ciertas empresas en la periferia. Por otro lado, hay empresas, como las constructoras españolas o irlandesas que acumularon grandes cantidades de deuda, que ahora deben reducir. Además, las empresas, a diferencia de los hogares, disponen de más vías para sanear sus balances, a través de ventas de activos o utilizando otros mecanismos como, por ejemplo, cambios de deuda por fondos propios (*debt-to-equity swaps*), acuerdos fuera de un concurso de acreedores (*out-of-court restructuring*), o con empresas de gestión de activos problemáticos (*Asset Management Companies*). Estas estrategias están orientadas a rebajar la deuda corporativa para hacer viables estas empresas y evitar así su liquidación. Como es bien sabido, el valor de liquidación de los activos suele diferir del valor contable o del valor que tienen si continúa la actividad productiva, por lo que la liquidación de empresas conlleva unos importantes costes. Estos costes se ven incrementados cuando una elevada proporción de la deuda es externa, pues pueden acarrear costes reputacionales y de contagio a empresas viables.

Dado que la corrección del nivel de deuda, tanto de hogares como de empresas, ha sido bastante limitada hasta la fecha, la carga financiera de la misma se mantiene en cotas todavía relativamente elevadas. Y lo sería más sino fuera por el balón de oxígeno que ha supuesto la política de bajos tipos de interés que lleva a cabo el BCE. A medio plazo, a medida que la recuperación económica consolide los beneficios empresariales, las rentas de los hogares vuelvan a crecer, y la fragmentación financiera se reduzca, la carga de la deuda se debería hacer más soportable. Pero, llegado este momento, el BCE deberá afrontar un difícil dilema: con un proceso de desapalancamiento que avanza lentamente en los países de la periferia, un aumento de tipos de interés puede ser muy necesario para algunos países, pero muy dañino para otros. Encontrar un buen equilibrio no va a ser nada fácil.

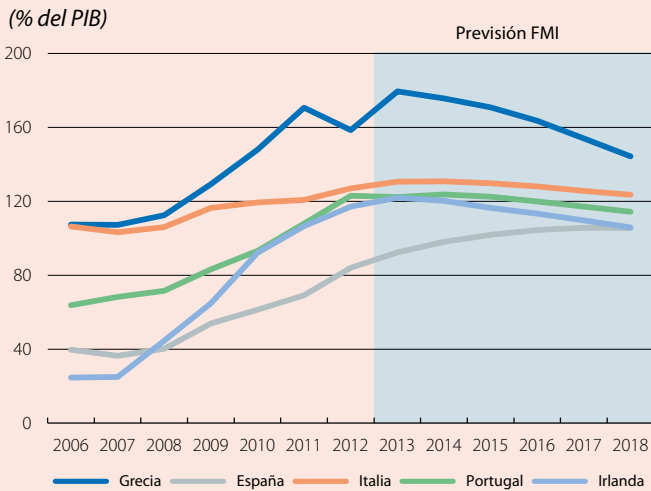
Oriol Aspachs Bracons y Judit Montoriol-Garriga  
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Deuda pública periférica: ¿sostenible a largo plazo?

Las dudas acerca de la salud de las cuentas públicas de los países periféricos han disminuido en los últimos meses. Los avances en materia de gobernanza europea, la corrección de los principales desequilibrios en estos países y la incipiente recuperación de la actividad en el conjunto de la eurozona ha contribuido a esta mejora. La prima de riesgo, la gran protagonista de esta crisis, lo refleja con una caída generalizada. Los temores a una posible quiebra a corto plazo parecen, pues, más reducidos. Sin embargo, los niveles de deuda pública siguen siendo muy elevados, lo que impide despejar por completo las dudas sobre si, tarde o temprano, se tendrán que aplicar nuevas quitas. ¿Serán capaces los países periféricos de llevar la deuda pública a cotas más seguras?

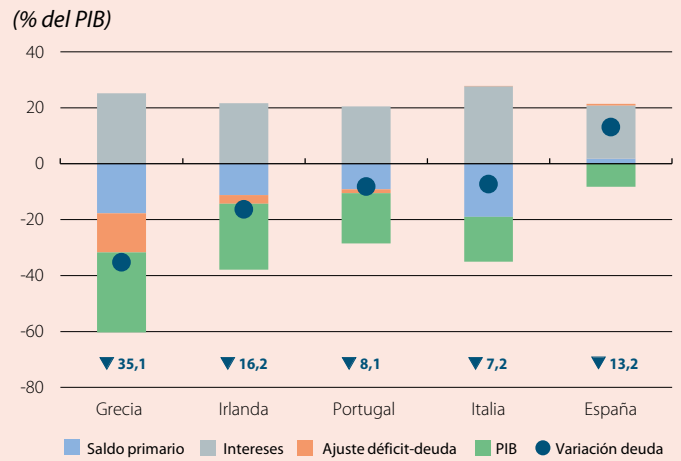
Según el FMI, en promedio, los países periféricos finalizarán 2013 con una deuda pública del 129% del PIB, 61 p. p. por encima del nivel de 2007. En el conjunto de la eurozona está previsto que alcance el 96% del PIB, lo que supone un aumento de 29 p. p. Ante este escenario, la corrección hacia valores menos estresados es, prácticamente, una obligación para los Gobiernos de la periferia. La deuda pública de un país se suele mostrar en porcentaje del PIB como indicador de la capacidad de repago. Por lo tanto, para despejar cualquier duda solo hay dos vías: o bien una disminución del numerador, principalmente a través de superávits fiscales primarios (el saldo público antes de contabilizar el pago de los intereses); o bien un aumento del denominador, mediante el crecimiento del PIB nominal.<sup>(1)</sup> Vayamos, pues, por partes.

### Dinámica de la deuda pública periférica



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

### Contribución a la variación de la deuda pública (2013 - 2018)



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

El crecimiento del PIB, según el escenario macroeconómico del FMI, será el factor que más ayudará a reducir la ratio de deuda pública, especialmente en Grecia e Irlanda (véase gráfico anterior). Grecia será el país que más se espera que reduzca el nivel de deuda soberana entre 2013 y 2018, concretamente en 35,1 p. p. De todas formas, seguirá en niveles claramente superiores al resto de países periféricos. Estos últimos, por su parte, presentarán una senda de desendeudamiento relativamente más moderada durante este periodo. De hecho, para España incluso se prevé que la deuda pública continúe creciendo.

Esta magra corrección es resultado de los déficits fiscales que, de acuerdo con las previsiones del FMI, seguirán registrando los países periféricos durante los próximos años. El saldo primario no será suficiente para neutralizar la elevada carga que supondrá el pago de intereses de la deuda pública. En promedio, según los datos del FMI, estos países destinarán un 4,6% de su PIB anual a hacer frente a las obligaciones generadas por la deuda, una cifra que supera en más de un punto porcentual el pago realizado antes del estallido de la recesión (del 3,4% del PIB entre 2000 y 2005). Las economías con un nivel de deuda pública más elevado son las que deberán dedicar una mayor proporción de sus recursos al pago de los intereses. Por ejemplo, en Italia y en Grecia, la carga financiera anual alcanzará el 5,5% y el 5,0% del PIB, respectivamente, durante los próximos cinco años. En cambio, en el caso del erario español, esta será mucho menor, del 3,8% del PIB en el mismo periodo.

(1) Otro aspecto que puede influir en la evolución de la deuda son los ajustes déficit - deuda, es decir, aquellas operaciones que modifican la deuda pública sin afectar el déficit. Un ejemplo es la emisión de deuda pública para financiar las líneas de crédito del ICO a empresas. En este caso, el aumento de la deuda se utiliza para adquirir un activo y no para cubrir el gasto corriente.

Para determinar la probabilidad de posibles desviaciones en la evolución prevista de la deuda pública es preciso analizar los supuestos subyacentes de las variables que la determinan (véase tabla siguiente). En general, las previsiones de crecimiento para Grecia, Italia y Portugal son similares a las del periodo precrisis y, dado que se espera que estos países lleven a cabo importantes reformas estructurales, parecen supuestos conservadores. Para Irlanda, el FMI pronostica una capacidad de crecimiento mucho menor a la exhibida durante los años anteriores a la crisis pero, de todas formas, esta seguiría estando claramente por encima del crecimiento previsto para el conjunto de la eurozona (del 1,6%). A España, en cambio, se le supone la menor tasa de crecimiento de todos los países periféricos, y claramente por debajo de la que se espera de la eurozona. Un hecho que sorprende dado que de entre los países periféricos es el país que mejor ha resistido el embate de la crisis y uno de los que más ganancias de competitividad ha logrado hasta la fecha.

### Supuestos que determinan la dinámica de la deuda y comparativa histórica

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

	Grecia		España		Italia		Portugal		Irlanda	
	2000 - 2005	2015 - 2018	2000 - 2005	2015 - 2018	2000 - 2005	2015 - 2018	2000 - 2005	2015 - 2018	2000 - 2005	2015 - 2018
<i>Promedio</i>										
PIB real (var. ia.)	4,0	3,4	3,6	0,8	1,4	1,3	1,3	1,7	6,0	2,7
Deflactor del PIB (var. ia.)	3,3	1,1	4,1	1,1	2,6	1,4	3,1	1,6	4,1	1,6
Saldo primario (% PIB)	0,4	4,1	2,1	0,1	2,1	4,0	-1,9	2,3	2,7	2,8
Interés medio (%)	6,0	3,2	4,5	3,8	5,1	4,5	4,9	3,5	4,2	3,9

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO abril y Artículo IV de España).

Las previsiones de déficit público tampoco están libres de controversia: sorprende la diferencia entre la confianza que tiene el FMI en la capacidad de Grecia, Portugal, Irlanda e Italia de corregir el déficit público, frente a la incertidumbre de que España haga lo mismo, máxime cuando la trayectoria exhibida hasta la fecha no parece justificarlo. Por ejemplo: el ajuste del déficit estructural ha sido similar en los últimos años. Finalmente, es importante señalar que el tipo de interés medio que se supone para todos los países es claramente inferior al observado durante los años anteriores a la crisis. Una previsión cuyo cumplimiento está sujeto, en gran medida, a que el BCE mantenga una política de tipos bajos durante un periodo muy prolongado de tiempo. Para el caso de Grecia y Portugal, además, es importante tener en cuenta que ya no se cobijarán bajo el paraguas de un programa de ayuda, por lo que parece difícil que puedan mantener un tipo de interés inferior al del resto de países. De hecho, es de esperar que cuando retornen a los mercados de financiación en los próximos años, a medida que venza la deuda financiada a través de la troika, el tipo de interés promedio de estos países presente una senda creciente y se sitúe por encima de la que tendrán España, Irlanda e Italia.

En general, a modo de conclusión, se presenta complicado que Grecia, Irlanda, Portugal e Italia sorprendan con una senda de corrección de la deuda pública más rápida de la que espera el FMI. En España, en cambio, de acuerdo con las previsiones de "la Caixa" Research el máximo se alcanzará antes de lo previsto por el FMI y en unos niveles algo inferiores. En cualquier caso, parece bastante claro que todos los países periféricos tendrán un nivel de deuda pública elevado cuando se produzca la próxima recesión. Cuando llegue este momento, estos países deben haber mostrado una capacidad de corrección de la deuda que no genere ninguna duda. Solo así podrán permitirse adoptar medidas fiscales que amortigüen el impacto de la recesión sin que ello genere dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública.

Joan Daniel Pina

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



## PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)  
 Correo electrónico: [publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

### DOCUMENTOS DE TRABAJO

#### Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

#### Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

#### Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

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

Eduardo Pedreira, 07/2012

#### Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

#### ¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

#### Spanish Public Debt: Myths and Facts

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

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

Jordi Singla, 11/2011

### DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

#### Unión Bancaria: ¿de hormigón o de paja?

Jordi Gual

#### Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

#### Perspectivas de desapalancamiento en España

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

#### Diferencial de inflación con la eurozona: ¿mejora sostenible?

Pere Miret

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

Marta Noguer

#### Inmigración y mercado laboral: antes y después de la recesión

Joan Elias

### "la Caixa" ECONOMIC PAPERS

#### Banking Union: made of concrete or straw?

Jordi Gual

#### European Integration at the Crossroads

Jordi Gual

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

Jordi Gual

#### Should the ECB Target Employment?

Pau Rabanal

#### Integrating Regulated Network Markets in Europe

Jordi Gual

### IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

### PULSO ECONÓMICO

### ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

### COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

### CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

#### El tiempo que llega. Once miradas desde España

José Luis García Delgado (editor)

### ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

Josep M. Colomer

#### El cambio climático: análisis y política económica. Una introducción

Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra y Ferran Sancho



## Consejo Asesor

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-Martin  
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
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>

## Publicaciones

Todas las publicaciones del Área de Estudios y Análisis Económico "la Caixa" están disponibles en Internet: [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)  
Correo electrónico: [publicacionese Estudios@lacaixa.es](mailto: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](http://www.cege.es)

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



ELEMENTAL  
CHLORINE  
FREE  
GUARANTEED

