

IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 377 | MARZO 2014



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

El arsenal del BCE: tirachinas y bazucas

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Los flujos de capital hacia las economías emergentes capean el temporal

UNIÓN EUROPEA

Descomponiendo la caída de la inflación en la eurozona

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El recorrido esperanzador de las exportaciones

DOSSIER: SISTEMAS DE PAGO: PRESENTE Y FUTURO

Los sistemas de pago: una infraestructura clave para el desarrollo económico

La SEPA: un avance hacia la integración de los sistemas de pago europeos

Nuevos sistemas de pago: un gigante en el horizonte

Bitcoin: ¿burbuja especulativa o moneda del futuro?

INFORME MENSUAL

Marzo 2014

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

28 de febrero de 2014



• Jordi Gual

Economista Jefe

• Oriol Aspachs

Director de Economía Europea

• Enric Fernández

Director de Análisis Económico

• Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros
y Economía Internacional**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *El arsenal del BCE: tirachinas y bazucas*10 *Janet Yellen: ¿relevo continuista?***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Los flujos de capital hacia las economías emergentes
capean el temporal*16 *Turquía: dificultades a corto plazo***18 UNIÓN EUROPEA**21 *El recorrido de la demanda interna alemana*22 *Descomponiendo la caída de la inflación en la eurozona***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *El recorrido esperanzador de las exportaciones*28 *Situación financiera de las familias en España*29 *Una visión a medio plazo del ajuste fiscal en España***32 DOSSIER: SISTEMAS DE PAGO: PRESENTE Y FUTURO**32 *Los sistemas de pago: una infraestructura clave para el desarrollo
económico*

Àlex Ruiz y Carlos Martínez Sarnago

34 *La SEPA: un avance hacia la integración de los sistemas
de pago europeos*

Joan Daniel Pina

36 *Nuevos sistemas de pago: un gigante en el horizonte*
Gerard Arqué38 *Bitcoin: ¿burbuja especulativa o moneda del futuro?*
Antonio Escoda

La teoría y la práctica

Ben Bernanke, el gobernador de la Reserva Federal de los EE. UU. (Fed) que acaba de concluir su mandato, forma parte del reducido grupo de economistas que aúnan en su currículum la teoría y la práctica de la política monetaria con el máximo grado de excelencia y responsabilidad. En su trayectoria convergen una carrera académica de primer nivel internacional, como especialista en política monetaria y en el periodo de la Gran Depresión del siglo xx, y el ejercicio de primer banquero central del mundo, como líder de la Fed a lo largo de lo que ya denominamos la Gran Recesión del siglo xxi.

Es obvio, por tanto, que las opiniones del señor Bernanke deben ser escuchadas con extrema atención. En una conferencia que pronunció el pasado mes de enero, pocos días antes de cesar en su cargo, emitía un juicio lapidario sobre las dos principales herramientas de política monetaria no convencional que se han desplegado estos últimos años: la expansión cuantitativa del balance del banco central (*quantitative easing*) y la orientación sobre tipos futuros (*forward guidance*). Decía Bernanke: «[...] el problema con el *quantitative easing* es que funciona en la práctica pero no en la teoría[...] y sucede lo contrario, probablemente, con el *forward guidance*». Teniendo en cuenta la autoría, es difícil pensar en una aseveración que suponga una mayor cura de humildad para la ciencia económica y los que la deben aplicar en la práctica.

¿Cuál es el problema, entonces, con la política monetaria «no convencional» que están utilizando las principales economías occidentales? El *quantitative easing* constituye una expansión del balance de los bancos centrales mediante la adquisición de grandes volúmenes de bonos públicos y privados, con el propósito de rebajar los tipos de interés a largo plazo, elevar los precios de los activos y mejorar las condiciones financieras de los agentes. En última instancia, con ello se pretende dar apoyo a la demanda agregada. La evidencia muestra que esta política, aunque no exenta de riesgos, ha sido efectiva hasta el momento, disminuyendo en casi un punto porcentual los tipos de mercado a largo plazo, especialmente en EE. UU. La teoría convencional argumentaba que esta actuación por parte del banco central no sería efectiva puesto que, en presencia de agentes económicos racionales, informados y sin restricciones al arbitraje entre mercados, el precio de los activos no se alteraría, ya que depende únicamente de su rendimiento esperado, ajustado por riesgo. Naturalmente, estas teorías ya están en revisión, muy especialmente los habituales supuestos sobre la racionalidad, la disponibilidad de información y la ausencia de fricciones. Pero por desgracia todavía se sabe poco sobre los mecanismos concretos a través de los cuales el *quantitative easing* incide en las variables financieras y reales. El riesgo de provocar efectos indeseados (sobre la estabilidad financiera, por ejemplo) aconseja prudencia, tal como el propio Bernanke ha reconocido.

En cuanto al *forward guidance*, se trata de una política que trata de influir en las expectativas del público sobre el tipo de interés de intervención del banco central, cuando ya es muy reducido y, por tanto, no tiene más recorrido a la baja. Con esta política, el banco central trata de comprometerse a mantener su tipo de interés bajo en el futuro, lo que, si gana la credibilidad de los mercados, debe contribuir a rebajar los tipos de interés a plazos más lejanos y por tanto a que la política monetaria sea aún más laxa a pesar de estar ya en la zona de tipos cero. La efectividad de esta política en la práctica está lejos de estar comprobada; es aún muy reciente y está en proceso de experimentación. Sin embargo, la afirmación de Bernanke no debería sorprendernos. Es una política que funciona en teoría, puesto que en los modelos se puede diseñar un compromiso creíble del banco central. Pero en la práctica no está tan claro. En la realidad, a un banco central le resulta mucho más difícil que sobre el papel evitar la inconsistencia temporal. Es decir, comprometerse hoy a una política futura que puede no ser la que más le interese cuando llegue el momento de ejecutarla. Y esto es algo que probablemente los mercados financieros perciben.

Sea como fuere, las palabras de Bernanke reflejan una actitud constructiva. La política monetaria se alimenta, en la práctica, del marco analítico imprescindible que proporciona la teoría económica, pero siempre basándose en la realidad de los hechos y con una sana dosis de sentido común. Es demasiado lo que está en juego como para tomar decisiones fundamentándose solo en argumentos teóricos que, por definición, constituyen aproximaciones imperfectas a un mundo económico extremadamente complejo.

Jordi Gual

Economista Jefe

28 de febrero de 2014

CRONOLOGÍA

FEBRERO 2014

- 3 Janet Yellen es investida presidenta del Comité de Mercado Abierto de la **Reserva Federal** de los Estados Unidos.

ENERO 2014

- 15 España cierra con éxito el **programa de ayuda financiera** para la recapitalización de la banca.

DICIEMBRE 2013

- 18 La Reserva Federal empieza la **retirada de estímulos monetarios**, reduciendo la compra de deuda en 10.000 millones de dólares al mes.
19 El Consejo Europeo aprueba las bases del **Mecanismo Único de Resolución**, una de las piezas clave de la Unión Bancaria.

NOVIEMBRE 2013

- 7 El **Banco Central Europeo** baja el tipo de interés oficial al 0,25% y el de la facilidad marginal de crédito al 0,75%.

OCTUBRE 2013

- 23 El Banco Central Europeo establece el calendario para la **evaluación de los balances bancarios** previo al inicio de la supervisión única. Se realizarán tres ejercicios (evaluación del riesgo, análisis de la calidad de activos y una prueba de estrés) que se iniciarán en noviembre de 2013 y cuyos resultados se publicarán en octubre de 2014.

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

MARZO 2014

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
10 Índice de producción industrial (enero).
14 Comercio exterior (febrero).
18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (enero).
19 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
Encuesta trimestral de coste laboral (cuarto trimestre).
21 Consejo Europeo.
28 Índice de sentimiento económico eurozona (marzo).
Avance IPC (marzo).
31 Posición de inversión internacional neta (cuarto trimestre).
Balanza de pagos (enero).

ABRIL 2014

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
Tasa de ahorro de los hogares (cuarto trimestre).
3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
7 Índice de producción industrial (febrero).
16 Comercio exterior (marzo).
21 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
Cuentas financieras (cuarto trimestre).
29 Índice de sentimiento económico eurozona (abril).
Encuesta de población activa (primer trimestre).
30 Avance del PIB trimestral (primer trimestre).
Balanza de pagos (febrero).
Avance IPC (abril).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.

Recuperación con interrogantes

Consolidar la recuperación económica global es una prioridad. En los últimos trimestres, la economía mundial ha mostrado signos de reactivación, especialmente gracias a la mejora observada en los países avanzados. Sin embargo, este proceso de recuperación no está exento de riesgos. Primero, la Fed debe medir y comunicar muy bien la velocidad a la que retirará las políticas acomodaticias implementadas durante los últimos años. En segundo lugar, el riesgo de tensiones financieras en los países emergentes sigue latente. Ya por último, en la eurozona, las perspectivas de inflación reducida han vuelto a poner en evidencia la falta de consenso sobre la política económica que las instituciones europeas deben seguir.

Se mantiene la tendencia de fondo de recuperación en EE. UU. A pesar de la revisión a la baja del crecimiento en el 4T 2013 (del 2,7% al 2,5% interanual) y el efecto de las condiciones climáticas adversas sobre los indicadores más recientes, confiamos en que la economía estadounidense mantendrá un buen ritmo de crecimiento en 2014. La velocidad que puede alcanzar depende, sin embargo, de dos variables cruciales: la creación de empleo y la inversión empresarial. Asimismo, el acuerdo político para suspender el techo de deuda hasta marzo de 2015 permitirá un ajuste fiscal más suave para este año. Pero, sin duda, el mes de febrero ha estado marcado por el relevo en la presidencia de la Reserva Federal. La nueva presidenta de la Fed, Janet Yellen, ha dibujado una visión continuista respecto al mandato anterior, un mensaje que ha sido acogido positivamente por los inversores. Sin embargo, para evitar un nuevo repunte de volatilidad en los mercados, es muy importante que la política de comunicación de la Fed sea clara y creíble.

Los mercados internacionales atraviesan una fase de turbulencias moderadas con origen en los países emergentes. La buena noticia es que no ha tenido lugar un contagio generalizado ni una escalada de la volatilidad. Las economías más castigadas han sido aquellas con mayores desequilibrios externos y elevada dependencia del capital foráneo. La mayor discriminación por parte de los inversores ha penalizado en menor medida a aquellos países más comprometidos con el impulso reformista. Este sería el caso de la India, donde la actuación decidida de su banco central ha conseguido estabilizar las presiones inflacionistas y el déficit por cuenta corriente. La noticia negativa es que el entorno sigue siendo frágil y el riesgo de un aumento de las turbulencias, notable.

Se confirma la recuperación de la economía de la eurozona. Tal y como se esperaba, el crecimiento ganó intensidad en el 4T 2013 (0,3% intertrimestral frente al 0,1% en el 3T). Además, el tono ascendente que presentan las economías periféricas y los buenos registros de los indicadores económicos del 1T 2014 permiten ser optimistas. En este sentido, la Comisión Europea ha revisado ligeramente al alza las previsiones de crecimiento para 2014 y 2015, hasta el 1,2% y el 1,8%, respectivamente. Destaca el importante papel que se espera que tenga la demanda interna. Sin embargo, para asegurar un buen ritmo de crecimiento, sigue siendo imprescindible mantener el esfuerzo reformador, especialmente en los países de la periferia, y asegurar la correcta implementación de la unión bancaria.

La tasa de inflación de la eurozona se mantiene baja (0,8% en febrero) y pone en aprietos al BCE. La tendencia bajista de los últimos meses se debe, en gran medida, a la presión de los precios energéticos y de los bienes industriales y de servicios. El mantenimiento de la inflación en cotas reducidas dificulta tanto el proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo los países de la periferia como su capacidad para poder seguir ganando competitividad. A medida que la demanda interna vaya recuperándose, la tendencia bajista de la tasa de inflación debería llegar a su fin. De todas formas, es probable que se mantenga en cotas reducidas durante un periodo relativamente largo de tiempo, lo que debería hacer reaccionar al BCE.

El consumo y la inversión afianzan la recuperación económica en España. El PIB del 4T 2013 creció un 0,2% intertrimestral, una décima menos de lo anunciado inicialmente. A pesar de esta revisión, la evolución de los distintos componentes del PIB es esperanzadora. El consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo avanzaron de forma notable, y la mejora del mercado laboral y de la concesión de crédito nuevo debería permitir que este dinamismo no decayera a lo largo del año. La demanda externa volvió a contribuir positivamente al crecimiento en el 4T y cierra así un año histórico: en 2013 el saldo por cuenta corriente se volvió a situar en terreno positivo, algo que no ocurría desde 1997. Todo ello está permitiendo que la prima de riesgo se mantenga de forma confortable por debajo de los 200 p. b., aupada también por la mejora del *rating* por parte de la agencia crediticia Moody's y por el mantenimiento del ímpetu reformista. En este sentido, el Presidente del Gobierno anunció durante el debate del estado de la nación más medidas para fomentar la creación de empleo y nuevas reformas fiscales, como la exención del pago del IRPF para rentas menores a 12.000 euros.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2012	2013	2014	2015	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial⁽¹⁾	3,2	2,9	3,7	3,9	3,0	3,2	3,7	3,7	3,7	3,8
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,8	1,9	3,0	3,0	2,0	2,5	2,9	3,1	2,8	3,0
Eurozona	-0,6	-0,4	1,0	1,5	-0,3	0,5	0,9	0,9	1,1	1,1
Alemania	0,9	0,5	1,5	1,7	0,6	1,4	1,7	1,3	1,4	1,5
Francia	0,0	0,3	0,9	1,1	0,3	0,8	1,0	0,7	1,0	1,0
Italia	-2,6	-1,9	0,5	1,0	-1,9	-0,8	-0,1	0,4	0,7	0,8
España	-1,6	-1,2	1,0	1,5	-1,1	-0,2	0,5	0,9	1,2	1,3
Japón	1,4	1,6	1,4	1,4	2,4	2,7	2,7	1,0	0,8	0,9
Reino Unido	0,3	1,9	2,2	2,0	1,9	2,8	2,7	2,3	2,0	1,8
Países emergentes										
Rusia	3,4	1,3	1,9	2,5	1,2	1,4	1,7	2,0	2,1	2,0
China	7,7	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	7,8	7,9	7,5	7,6
India ⁽²⁾	5,0	4,7	4,8	4,9	4,8	4,7	4,6	4,4	4,4	5,1
Brasil	1,0	2,3	2,0	2,5	2,2	1,9	1,1	2,1	2,4	2,2
México	3,9	1,1	3,4	3,6	1,4	0,7	2,9	3,1	4,0	3,7
Polonia	2,0	1,5	2,5	2,7	1,8	2,2	2,4	2,5	2,6	2,6
Turquía	2,2	3,9	2,0	3,7	4,4	3,6	1,1	1,2	2,5	3,0
INFLACIÓN										
Mundial⁽¹⁾	4,0	3,3	3,4 ⁽¹⁾	3,4	3,4	3,3	3,3	3,5	3,5	3,5
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,8	1,8	1,5	1,2	1,5	2,0	1,8	1,9
Eurozona	2,5	1,4	1,1	1,5	1,3	0,8	0,8	1,0	1,1	1,4
Alemania	2,1	1,6	1,4	1,8	1,7	1,3	1,2	1,5	1,5	1,6
Francia	2,2	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	0,9	1,2	1,4	1,5
Italia	3,3	1,3	1,0	1,5	1,1	0,7	0,7	0,9	1,1	1,3
España	2,4	1,4	0,6	1,3	1,2	0,1	0,2	0,4	0,6	1,1
Japón ⁽³⁾	0,0	0,4	2,8	1,7	0,9	1,4	1,5	3,2	2,9	2,6
Reino Unido	2,8	2,6	2,3	2,4	2,7	2,1	2,0	2,3	2,5	2,5
Países emergentes										
Rusia	5,0	6,8	5,6	4,9	6,4	6,4	6,0	5,8	5,3	5,1
China	2,7	2,6	2,4	3,1	2,8	2,9	2,0	2,2	2,8	2,6
India ⁽⁴⁾	7,6	6,3	5,0	5,4	6,6	7,0	6,0	6,4	3,8	3,9
Brasil	5,4	6,2	6,0	5,7	6,1	5,8	5,9	5,9	6,4	5,9
México	4,1	3,8	3,9	3,3	3,4	3,7	4,2	3,6	4,0	3,9
Polonia	3,7	1,2	1,4	2,2	1,4	0,9	1,0	1,5	1,4	1,8
Turquía	8,9	7,5	7,4	6,5	8,3	7,5	7,6	7,8	7,2	7,0

Notas: (1) En paridad de poder adquisitivo. (2) Datos anuales representan año fiscal y coste de factores. (3) Contempla la subida del impuesto al consumo prevista para abril de 2014.

(4) Precios de venta al por mayor.

Previsiones

Economía española

	2012	2013	2014	2015	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,8	-2,1	1,1	0,8	-1,8	0,7	1,4	1,4	1,1	0,7
Consumo de las AA. PP.	-4,8	-2,3	-3,6	-0,5	0,2	-3,5	-4,8	-4,0	-4,7	-1,1
Formación bruta de capital fijo	-7,0	-5,0	1,0	1,4	-5,3	-1,7	-0,4	1,7	1,5	1,2
Bienes de equipo	-3,9	2,3	6,6	3,6	2,2	9,6	9,6	6,3	5,7	4,7
Construcción	-9,7	-9,6	-2,4	0,0	-9,8	-8,6	-5,9	-1,7	-1,0	-1,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-4,1	-2,6	0,1	0,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,4	0,0	0,4
Exportación de bienes y servicios	2,1	4,9	5,4	4,9	3,5	3,7	9,6	3,5	4,1	4,5
Importación de bienes y servicios	-5,7	0,4	3,2	2,6	0,6	2,7	7,9	2,1	0,7	2,0
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	1,0	1,5	-1,1	-0,2	0,5	0,9	1,2	1,3
Otras variables										
Empleo	-4,8	-3,4	0,6	1,2	-3,3	-1,6	0,1	0,5	1,0	1,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,0	26,4	25,2	24,1	26,0	26,0	26,4	25,2	24,6	24,7
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	0,6	1,3	1,2	0,1	0,2	0,4	0,6	1,1
Costes laborales unitarios	-3,0	-1,5	0,5	1,3	-1,6	1,3	0,6	0,5	0,6	0,2
Saldo op. corrientes (acum., % PIB)	-1,2	0,8	1,4	1,7	0,7	0,8	1,1	1,2	1,3	1,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB)	-0,6	1,5	2,0	2,3	1,4	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0
Saldo público (acum., % PIB)	-10,6	-7,2	-5,8	-4,2	-10,3					

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,27	0,28	0,75	0,26	0,24	0,24	0,26	0,29	0,31
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,65	1,15	0,67	0,59	0,58	0,61	0,68	0,71
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,61	1,46	0,36	0,32	0,38	0,53	0,69	0,83
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	3,06	3,64	2,70	2,74	2,86	3,04	3,14	3,22
Euro										
Refi BCE	0,88	0,54	0,25	0,42	0,50	0,33	0,25	0,25	0,25	0,25
Euríbor 3 meses	0,57	0,22	0,25	0,53	0,22	0,24	0,26	0,25	0,25	0,25
Euríbor 12 meses	1,11	0,54	0,56	0,92	0,54	0,53	0,55	0,55	0,56	0,58
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,36	0,97	0,17	0,16	0,19	0,29	0,42	0,56
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,93	2,21	1,78	1,79	1,76	1,90	2,00	2,07
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,29	1,33	1,34	1,32	1,32	1,36	1,36	1,34	1,33	1,33
¥/euro	102,71	129,65	140,96	147,69	131,09	136,78	139,59	139,68	141,11	143,46
£/euro	0,81	0,85	0,83	0,85	0,86	0,84	0,83	0,83	0,86	0,82
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	107,94	109,25	109,24	109,23	107,78	107,85	108,01	108,14
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	80,74	82,66	82,46	80,24	79,49	80,68	81,41	81,41

Previsiones

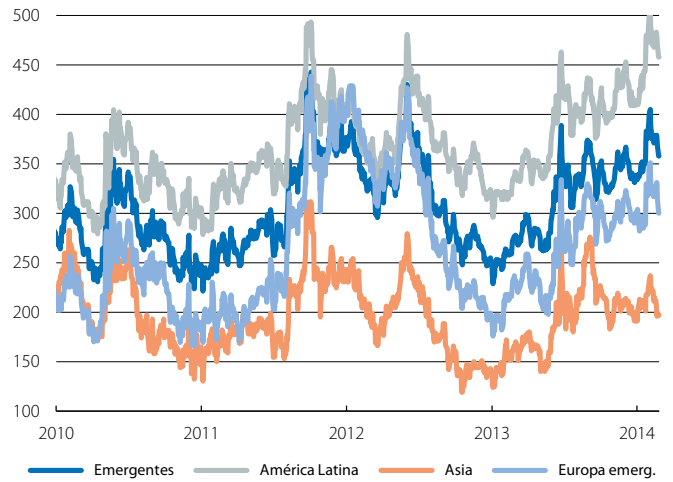
COYUNTURA · Tono dubitativo tras el repunte de la aversión al riesgo

Los mercados internacionales atraviesan una fase de turbulencias moderadas, con origen en las regiones emergentes. Tras el estallido de la crisis del peso argentino, el episodio de tensión financiera se desplazó a otras regiones emergentes como Brasil o Turquía. Pese a que el entorno sigue siendo frágil, las actuaciones de los bancos centrales han contribuido a contener el impacto sobre los activos de riesgo de la región emergente, que ha sido menos virulento que el observado durante el *sell off* veraniego. En este contexto, los mercados financieros desarrollados no han mostrado una afectación grave, si bien la confluencia de diversos factores de riesgo puede desembocar en correcciones de alcance moderado a corto plazo, especialmente en el mercado de acciones. Con todo, creemos que los contratiempos que puedan surgir alrededor de los países emergentes tenderán a disminuir en intensidad y frecuencia, lo que permitirá reforzar la dinámica constructiva de los mercados a escala global.

El episodio de tensión en los emergentes adquiere un marcado alcance selectivo. Las divisas han vuelto a recibir el castigo más severo, en especial el rublo ruso, la lira turca y el rand sudafricano, aunque todas ellas han revertido la pérdida de valor frente al dólar, a excepción de la divisa rusa. Sin embargo, y en contraposición a lo ocurrido en el verano del pasado año, sobresalen dos importantes matices. En primer lugar, los inversores tienden a discriminar cada vez más entre los países comprometidos con el impulso reformista para corregir los desequilibrios macro y los que muestran menor disposición a ello. En este sentido, la India y el Brasil constituyen un claro ejemplo de estas dos tipologías: las autoridades indias han conseguido estabilizar las presiones inflacionistas y el déficit por cuenta corriente, mientras que el país latinoamericano es el contrapunto. En segundo lugar, el rebrote de la tensión sobre el entorno financiero emergente obedece más a factores de índole local, reforzados por los acontecimientos sociopolíticos en Ucrania o Turquía, que a factores externos (*tapering*).

Lamentablemente, la inestabilidad en los eslabones más débiles no puede darse por finalizada. Si bien el sentimiento inversor ha mejorado recientemente, la aversión todavía es elevada. En particular, destacan tres focos de riesgo que conviene no perder de vista: (i) todos los países «BIITS» afrontan este año citas electorales, lo que podría dilatar la implementación de las reformas necesarias; (ii) repuntes súbitos en las *yields* de EE. UU., fruto de un hipotético reajuste de expectativas en torno al proceso de normalización monetaria; y (iii) un eventual empeoramiento de los registros de actividad de la economía china, que tendría poderosas implicaciones para el conjunto de las economías emergentes. Pese a todo, descartamos un episodio de alcance sistémico como el acontecido en los años noventa, toda vez que los fundamentos macroeconómicos y corporativos son mucho más sólidos que entonces.

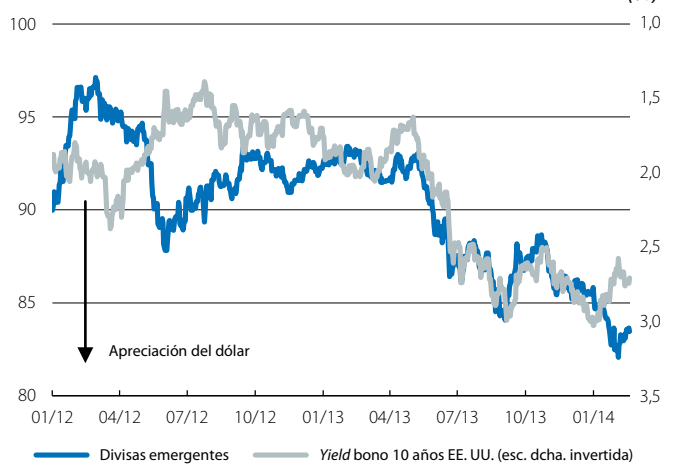
Spreads de bonos soberanos de países emergentes Respecto a una cesta de bonos de EE. UU. (p. b.)



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

Evolución de las divisas emergentes frente al dólar

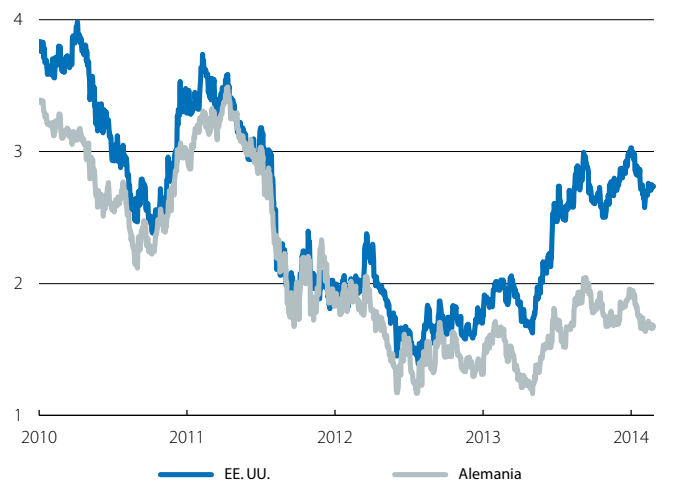
Índice JP Morgan de divisas emergentes
(enero 2011 = 100)



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

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años

(%)



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

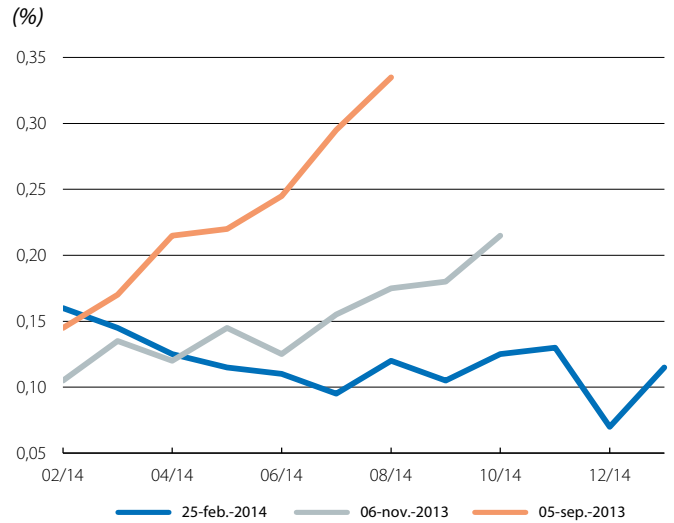
Mientras, la Fed mantendrá inalterada la política de reducción gradual de los estímulos. Preveamos que el ritmo del *tapering* se sitúe en los 10.000 millones de dólares de reducción en cada reunión, con un sesgo hacia la intensificación del mismo. En paralelo, las minutas de la última reunión de la institución revelaron la división de opiniones entre los miembros del Comité en materia de *forward guidance* sobre los tipos de interés. La caída de la tasa de paro en enero hasta el 6,6% conduce a plantear la introducción de nuevas variables cualitativas, o a la modificación de las ya existentes, puesto que la propia Yellen señaló que la mejora del mercado laboral distaba de estar completada. Sin embargo, ello constituye un reto considerable a la vez que un probable foco de inestabilidad (véase el Focus «Janet Yellen: ¿relevo continuista?»). En este sentido, será de extrema importancia que la política de comunicación de la Fed resulte clara y creíble.

Calma en el mercado de deuda pública estadounidense. La progresiva reducción de las compras mensuales de deuda ha venido acompañada de bajos niveles de volatilidad implícita. Sin duda, el acuerdo alcanzado en el frente fiscal para posponer el techo de la deuda hasta marzo de 2015 explica el tono sosegado del mercado de deuda soberana. Por su parte, la *yield* del bono a 10 años se sitúa alrededor del 2,75%, tras el episodio de tensión emergente y las sorpresas negativas en los indicadores de coyuntura. La dinámica alcista en las rentabilidades de los *treasuries* se manifestará con mayor ímpetu una vez queden atrás los débiles registros de actividad, influidos por factores transitorios (unas condiciones climáticas especialmente adversas), y al calor del progresivo avance del *tapering*. Paradójicamente, una intensificación de las señales de crecimiento o inflación puede dar lugar a repuntes bruscos en las *yields*, de la mano de un reajuste de expectativas de los agentes si estos muestran dudas sobre las intenciones de la Fed.

Remite el episodio de endurecimiento de los tipos interbancarios de la eurozona, sin que hayan sido necesarias intervenciones explícitas del Banco Central Europeo (BCE). La reiterada disposición a intervenir en los mercados por parte de la institución en caso de asistir a nuevos rebotes de tensión, contribuye positivamente a contener las expectativas alcistas sobre los tipos monetarios.

Sin embargo, se agudizan los temores de un posible periodo de deflación. El foco de los mercados ha tendido a situarse en los riesgos deflacionistas que enfrenta la zona euro; en el actual contexto de recuperación incipiente (véase el Focus «El arsenal del BCE: tirachinas y bazucas»). El quinto registro consecutivo de la tasa de inflación por debajo del 1% interanual, así como las deprimidas expectativas a largo plazo sobre la inflación esperada, reflejan la débil dinámica de precios. Fruto de lo anterior, un segmento considerable del mercado descuenta, ya en la próxima reunión del BCE, la adopción de medidas expansivas no convencionales. El propio Mario Draghi manifestó que, pese al sólido anclaje de las perspectivas de inflación a medio plazo alrededor del 2% y de la ausencia de indicios firmes de deflación, «la persistencia de tasas de inflación reducidas supone un riesgo para la recuperación». No obstante, lo más probable es que la inflación tienda a ganar pulso al abrigo de la lenta pero

Eurozona: forwards del tipo EONIA



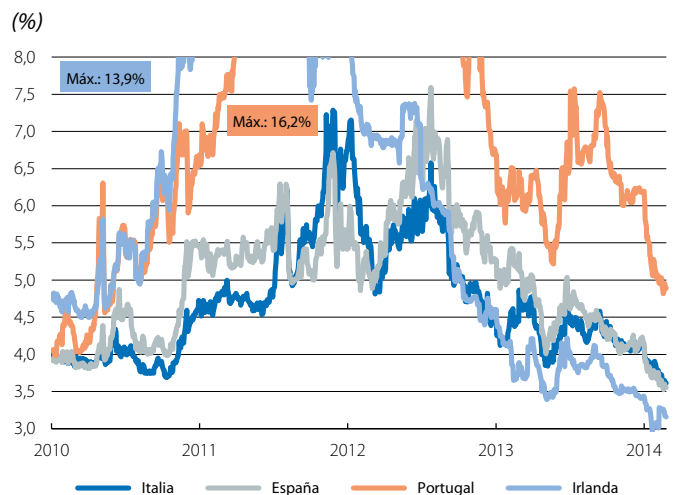
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas de inflación a 10 años



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

Eurozona: rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

sostenida mejoría de la demanda interna. En este sentido, el BCE decidirá actuar tan solo si las previsiones de inflación que maneja la institución, y que se publicarán en marzo, reflejan un deterioro significativo.

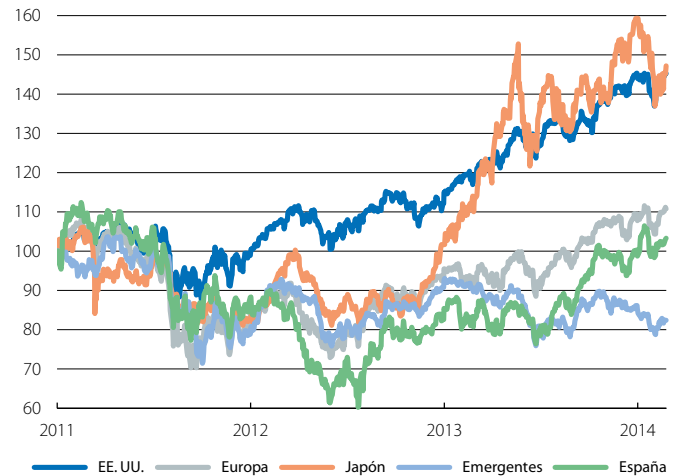
Nuevo impulso para la deuda pública periférica, que hace gala de una encomiable capacidad de resistencia. El anuncio de la agencia Moody's de elevar el *rating* de la deuda española hasta Baa3 y asignarle una perspectiva «positiva» se produjo tras la mejora de la perspectiva de la deuda italiana. La decisión, que contribuye a fortalecer el optimismo reinante sobre el riesgo soberano periférico, obedece a múltiples factores, entre los cuales destacan la corrección de desequilibrios, la mejora de la competitividad exterior y el saneamiento del sector bancario español. La dinámica favorable en los mercados de renta fija periférica, reflejada en las caídas sostenidas de las *yields* de la deuda, viene avalada por dos elementos. Primero, el tono positivo que, en conjunto, muestran los indicadores de coyuntura. Segundo, la propia solidez de los avances de la deuda periférica, que ha sido puesta a prueba de forma satisfactoria por dos acontecimientos: (i) la dimisión del primer ministro italiano, Enrico Letta, y la formación de un nuevo Gobierno y (ii) las objeciones del Tribunal Constitucional alemán al programa OMT del BCE. No obstante, los riesgos asociados a un exceso de complacencia por parte de los Gobiernos son considerables, y los esfuerzos reformistas y de consolidación deben perseverar.

En el plano bursátil, tono mixto en los mercados de renta variable con elevados niveles de sobrecompra. Las bolsas europea y norteamericana han recuperado el terreno cedido tras la corrección del mes anterior. Los índices bursátiles estadounidenses se mantienen en máximos históricos, apoyados por unos resultados corporativos situados en el rango alto de las previsiones: las sorpresas positivas en términos de beneficios se sitúan en el 69%. Por su parte, y pese a que la campaña de resultados en Europa está siendo menos lucida que en el continente americano (con un ratio de sorpresas que baten las previsiones del 52%), el Eurostoxx no se desmarca de esta pauta favorable. El contrapunto ha de buscarse en el Ibex, que no consigue sobreponerse a las pérdidas acumuladas durante el episodio emergente. Aunque seguimos viendo un potencial alcista en las bolsas del bloque desarrollado, el empuje se ha debilitado y los recientes altibajos de estas bolsas forman parte de una corrección de intensidad moderada que aún está por finalizar.

El cruce euro-dólar se ve influido por la disparidad de los indicadores de coyuntura a ambas orillas del Atlántico y alcanza los 1,37 dólares. La dinámica de oscilación en el intervalo 1,30-1,35 de los últimos trimestres será la tónica dominante, con una suave tendencia a la apreciación del dólar. El yuan se deprecia frente al dólar tras las intervenciones del banco central chino en el mercado cambiario. El petróleo Brent ha mostrado una estabilidad destacable durante el episodio de estrés del área emergente, situándose por debajo de los 110 dólares/barril. Más vigor presentan las materias primas con mayor componente cíclico, en especial las alimenticias, influidas por factores coyunturales que constriñen la oferta de las mismas.

Evolución de las principales bolsas internacionales

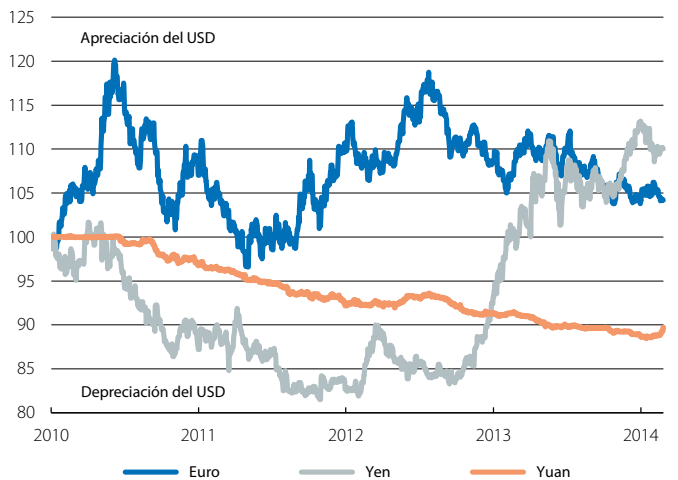
(Enero 2011 = 100)



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

Cotización del USD frente a diferentes divisas

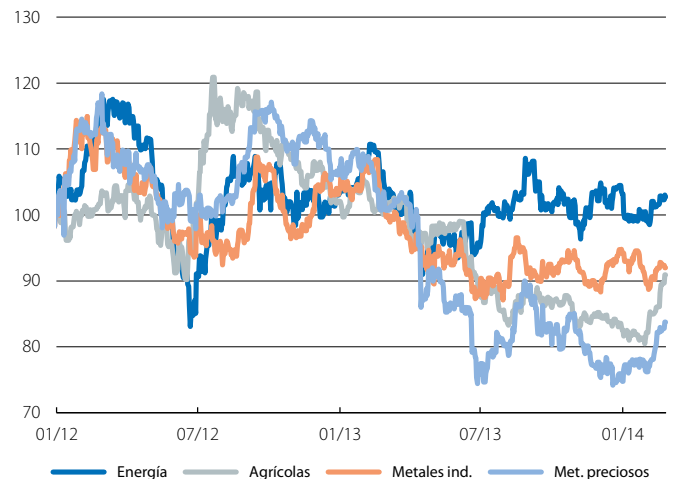
(Enero 2010 = 100)



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

Evolución de las materias primas

(Enero 2012 = 100)



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

FOCUS · El arsenal del BCE: tirachinas y bazucas

El Banco Central Europeo (BCE) decidió el pasado 6 de febrero mantener sin cambios los parámetros de su política monetaria. Aunque no fue una sorpresa, lo cierto es que la posibilidad de que adopte, más pronto que tarde, medidas expansivas adicionales acapara la atención de los mercados desde hace semanas. De hecho, de cara a la reunión de marzo la expectación es elevada. Los motivos que podrían empujar en tal dirección se remiten a dos cuestiones de enjundia desigual. En un plano preeminente, el riesgo de deflación que todavía planea sobre la eurozona en el contexto de una recuperación incipiente y vulnerable. En un ámbito más acotado y técnico, las tensiones que recientemente se han observado en los tipos de interés interbancarios.

A mediados de noviembre, los tipos monetarios a muy corto plazo empezaron a mostrar un comportamiento alcista y volátil, poniendo en entredicho el objetivo manifestado por el BCE de mantenerlos estables tan cerca de cero como fuera posible. La causa se encuentra en la combinación de dos factores. De entrada, la reducción del exceso de liquidez de los bancos en el BCE, fruto a su vez de la devolución anticipada de los préstamos a largo plazo que recibieron a finales de 2011. En última instancia, este desarrollo es reflejo de la reconducción progresiva de la crisis de deuda soberana y bancaria de la eurozona y, por lo tanto, es razonable. Pero se intensificó por un efecto «foto de fin de año»: el deseo de las entidades de no mostrarse dependientes de la financiación del BCE, máxime considerando que los balances de cierre de 2013 serán el punto de partida del ejercicio de evaluación de la solvencia bancaria que las autoridades europeas llevarán a cabo los próximos meses.

Dado que durante enero las tensiones no remitían, las llamadas a la actuación del BCE proliferaron. La lista de medidas disponibles para atajar este problema es larga: rebajar el tipo de los préstamos (ahora en el 0,25%), relajar las garantías exigidas a los mismos, situar en negativo la remuneración de la facilidad de depósito (ahora en el 0%), reducir la cuantía de las reservas obligatorias, dejar de esterilizar los bonos del programa SMP, etc. Todas ellas son técnica, jurídica y políticamente factibles. Y su efectividad sería elevada, tanto más si se combinan entre sí. Cabe pensar que el BCE decidió no utilizarlas en febrero al interpretar que las tensiones tenderían a remitir. De hecho, en la segunda mitad del mes ya se ha percibido una mejoría notable. La espera podría estar permitiendo agotar el efecto fin año y dar tiempo para el aprendizaje: los operadores del mercado interbancario, acostumbrados durante muchos meses a un entorno de liquidez superabundante, pudieron verse sorprendidos por el brusco descenso de la misma, y han tardado un poco en adaptarse a un entorno más normalizado (pero aún holgado).

Sea como fuere, la visión optimista es que las medidas enunciadas podrían resolver con relativa facilidad episodios como el vivido. Con otro instrumento ya utilizado en el pasado, como son los préstamos a largo plazo (LTRO), también sería posible contener los tipos del mercado monetario cerca de cero en caso de presiones más intensas.

Sin embargo, hay una visión menos tranquilizadora: para salir al paso de un eventual aumento del riesgo de deflación cuando ya se ha alcanzado el denominado *zero lower bound*, estas armas parecen modestas. Al menos comparadas con el arsenal que hemos visto desplegar a la Fed y al Banco de Japón en los ámbitos de *quantitative easing* y *forward guidance*. Previamente a consideraciones conceptuales y prácticas sobre su eficacia, el gran problema reside en que el BCE toparía con serios obstáculos legales y políticos si pretendiera replicar las actuaciones de esos dos bancos centrales. Los precedentes así lo indican. Por un lado, se necesitó una situación de emergencia extrema para aprobar el programa OMT, no sin la objeción del Bundesbank, y con semáforo ámbar a regañadientes por parte del Tribunal Constitucional alemán. Por otro, la propuesta para que el BCE se implicara junto al BEI en la financiación de las pymes ha quedado en vía muerta. En última instancia, y si el riesgo de deflación se hiciera más patente, lo más probable es que las autoridades europeas volverían a dar un paso adelante, avalando un campo de actuación que permitiera al BCE aplicar medidas contundentes. No parece que esto vaya a ocurrir por el momento, dado que el riesgo de deflación no es, hoy por hoy, lo suficientemente intenso como para hacer saltar los resortes políticos. Sin embargo, y en parte precisamente por ello, no es en absoluto desdeñable la posibilidad de que el BCE recurra pronto a alguna de las armas ligeras antes mencionadas, como medida preventiva que señalice a los agentes su voluntad de combatir una inflación excesivamente baja.

Tipo de interés EONIA y exceso de liquidez (*)



Nota: Activos a la vista de los bancos en el BCE por encima de las reservas obligatorias.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

FOCUS · Janet Yellen: ¿relevé continuista?

Hace unos días fuimos testigos de la primera declaración de Janet Yellen, la nueva presidenta de la Reserva Federal (Fed), ante el Congreso de EE. UU. El mensaje continuista con el legado de Ben Bernanke que se desprendió de sus palabras, sobre todo en materia de tipos, fue acogido positivamente por los inversores y se reflejó en las bolsas con subidas. No obstante, y aunque ambos dignatarios hayan apoyado de manera incondicional la mayor expansión monetaria en la historia de la Fed, el relevé se produce en un contexto económico que no había tenido lugar bajo el mandato de Bernanke.

La economía norteamericana se encuentra en un punto de inflexión (de la crisis a la recuperación), cuya solidez puede generar diversidad de opiniones dentro de la Fed. Durante los tiempos excepcionales de crisis vividos, la mayor parte de dirigentes de los bancos centrales se han decantado por un *modus operandi dovish* (ante el mismo escenario, más inclinado a relajar o menos dado a restringir) en lugar de *hawkish* (el antagonista del primero). Pero con la paulatina mejora de la economía, los distintos dirigentes de la Fed retomarán su perfil más auténtico (*dovish* o *hawkish*, cada cual el suyo) y es aquí cuando veremos el talante y la capacidad de Yellen. Aunar opiniones dentro de la Fed y convencer a los mercados de la lógica de la denominada «estrategia de salida» que seguirá el organismo en los próximos tiempos serán los principales desafíos de la primera mujer a la cabeza de la centenaria institución.

Sin duda, no será una tarea fácil. En junio de 2013, el simple anuncio del posible inicio del *tapering* (disminución en el ritmo de compra de activos) causó mucho revuelo en los mercados, en especial en los emergentes, cuyas divisas sufrieron graves devaluaciones. Y aunque el verdadero inicio del *tapering* en diciembre de 2013, todavía bajo la presidencia de Bernanke, no ocasionó la misma agitación, el grueso de las actuaciones de salida recaerán sobre el mandato de Yellen y es una incógnita su impacto en los mercados

La clave para evitar un exceso de volatilidad en los mercados reside en la política de comunicación (*forward policy guidance*). Esta deberá erigirse como la piedra angular del repliegue de la política monetaria ultralaxa de los últimos años. En este sentido, el nombramiento de Janet Yellen ha sido un acierto, pues es una defensora a ultranza de la necesidad de mejorar e innovar en la estrategia de comunicación de la Fed. En 2010 fue nombrada presidenta del recién estrenado subcomité de comunicaciones del Federal Open Market Committee (FOMC) y en enero de 2012 se presentaba por primera vez el *Statement of Longer-run Goals and Policy Strategy*, lo que supuso un paso enorme en materia de transparencia de objetivos y estrategias. En

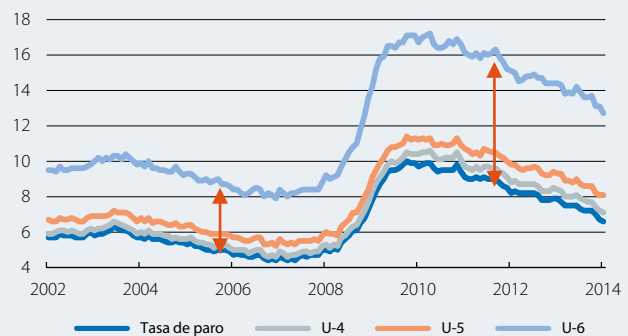
palabras de la propia Yellen, «[...] una comunicación clara es de por sí una herramienta vital para aumentar la eficacia y fiabilidad de la política monetaria.»

Sin embargo, esta claridad que exalta la nueva presidenta quedó algo empañada por su propia intervención ante el Congreso (lo mismo le ocurrió a Mark Carney, gobernador del Banco de Inglaterra). Si bien la vinculación del fin de la política acomodaticia a la evolución de unas pocas variables de la economía real (tasa de paro e inflación a medio plazo) ha resultado efectiva mientras la economía no despegaba, la mejora progresiva del pulso económico ha puesto en evidencia que la reactivación no siempre se manifiesta de manera unívoca. Así, mientras la tasa de paro ha ido mejorando de forma regular hasta situarse muy cerca del objetivo fijado por la Fed (6,5%), según Yellen la recuperación del mercado de trabajo es todavía «incompleta».

En una realidad compleja, la política de orientación deberá mejorar si quiere seguir siendo efectiva. Los mercados tienen que entenderla con claridad y creer en ella. En particular, es crítico que no exista la sensación de que la Fed ajusta a su conveniencia los determinantes de sus decisiones de política monetaria.

Mejora incompleta del mercado laboral

Medidas de subutilización del trabajo (%)



Nota: U-4 = (desempleados + desanimados)/(fuerza laboral + desanimados); U-5 = (desempleados + personas marginalmente ligadas a la fuerza laboral)/(fuerza laboral + personas marginalmente ligadas a la fuerza laboral); U-6 = (desempleados + personas marginalmente ligadas a la fuerza laboral + trabajando a tiempo parcial por motivos económicos)/(fuerza laboral + personas marginalmente ligadas a la fuerza laboral).

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	28-feb	31-ene	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,25	0,25	0	0,0	-50,0
Euríbor 3 meses	0,29	0,30	-1	0,0	8,7
Euríbor 12 meses	0,55	0,56	-1	-0,5	1,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,12	0,07	5	-4,0	12,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,07	6	-4,8	12,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,66	-4	-27,9	19,3
Deuda pública a 10 años (España)	3,51	3,66	-15	-73,8	-159,2
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	188	200	-12	-45,9	-178,4
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,24	0,24	0	-1,1	-4,5
Líbor 12 meses	0,55	0,57	-2	-3,1	-18,7
Deuda pública a 1 año	0,10	0,08	2	1,0	-3,1
Deuda pública a 2 años	0,32	0,33	-1	-3,5	9,9
Deuda pública a 10 años	2,65	2,64	1	-29,1	80,0

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	28-feb	31-ene	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	70	82	-11	1,7	-39,4
Itraxx Financiero Sénior	87	102	-15	-1,4	-63,1
Itraxx Financiero Subordinado	129	148	-18	-1,1	-121,8

Tipos de cambio

	28-feb	31-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,380	1,349	2,3	0,8	6,8
€/euro	140,490	137,630	2,1	1,4	-14,5
£/euro	0,824	0,820	0,5	0,3	4,3
¥/\$	101,800	102,040	-0,2	2,2	-8,7

Materias primas

	28-feb	31-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	478,5	458,0	4,5	5,9	1,1
Brent (\$/barril)	109,3	107,2	2,0	-3,1	-2,9
Oro (\$/onza)	1.326,4	1.244,6	6,6	11,7	-15,0

Renta variable

	28-feb	31-ene	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.859,5	1.782,6	4,3	1,8	22,0
Eurostoxx 50	3.149,2	3.014,0	4,5	1,1	17,3
Ibex 35	10.114,2	9.920,2	2,0	3,9	23,3
Nikkei 225	14.841,1	14.914,5	-0,5	-7,1	26,8
MSCI emergentes	966,4	936,5	3,2	-4,3	-9,5
Nasdaq	4.308,1	4.103,9	5,0	4,5	35,5

COYUNTURA · Continuidad en los avanzados y vaivenes en los emergentes

En el panorama internacional, la atención una vez más se centra en los países emergentes, algunos de los cuales se han visto sometidos de nuevo a notables presiones financieras. La perspectiva de normalización de la política monetaria estadounidense, y la consiguiente menor abundancia de liquidez, explica estas oscilaciones emergentes. En el otro lado del espectro, EE. UU. y Japón avanzaron sin novedades significativas que impliquen un cambio en nuestro escenario central de recuperación paulatina y solidez (moderada), respectivamente.

ESTADOS UNIDOS

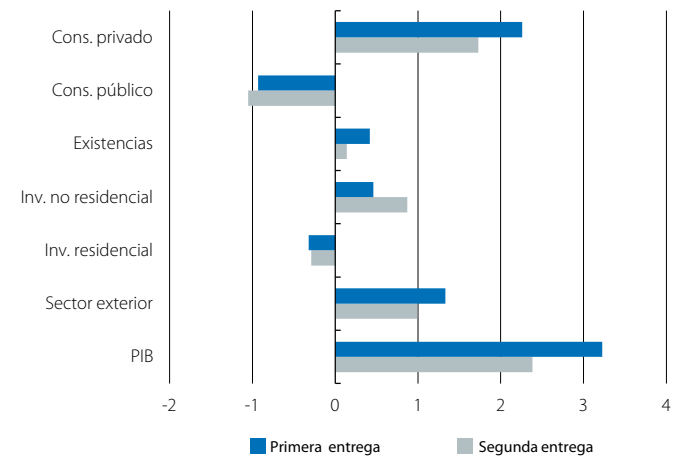
La revisión ligeramente a la baja del avance del PIB en el 4T 2013 no es preocupante y sigue predominando la tendencia de fondo de recuperación. En términos interanuales se ha pasado de un avance del 2,7% al 2,5% (del 3,2% intertrimestral anualizado al 2,4%). Ello no ha afectado al cómputo total del año, que se queda en el 1,9%, ni tampoco a nuestra previsión para 2014, situada en el 3,0%. Por componentes de demanda, destaca la revisión a la baja en el avance del consumo privado, las exportaciones y las existencias.

La aprobación de un nuevo aplazamiento del techo de deuda elimina uno de los riesgos más importantes de la economía estadounidense. La rápida negociación y aprobación por parte de las dos cámaras legislativas de suspender el techo de deuda hasta marzo de 2015 confiere estabilidad al país y permite un ajuste fiscal más suave. Precisamente, una consolidación fiscal más moderada se erige como uno de los puntos de apoyo en la mejora prevista en 2014. Se mantienen, sin embargo, las dudas sobre la trayectoria futura de la inversión (otro elemento sobre el que debería apuntalarse este progreso y que todavía no ha mostrado el vigor esperado), y los problemas que derivan de la recuperación con matices del mercado de trabajo que anunciaba Janet Yellen.

En palabras de la nueva presidenta de la Fed, el mercado laboral prosigue su recuperación, aunque todavía está lejos de resultar «completa». En su primera declaración ante el Congreso, Janet Yellen ratificó sus intenciones continuistas con el mandato de Ben Bernake, sobre todo en materia de tipos, y destacó la recuperación incompleta del mercado laboral (véase el Focus: «Janet Yellen: ¿relevé continuista?»). Y es que mientras que la tasa de paro ha pasado del 7,9% en enero de 2013 al 6,6%, la tasa de empleo prácticamente no ha mejorado (58,6% en enero 2013 frente al 58,8% actual), lo cual demuestra el peso del incremento de las personas desanimadas en la caída de la tasa de paro. Por su parte, la moderada inflación estadounidense (1,6% interanual en enero) sigue apoyando la receta de tipos bajos de la Fed.

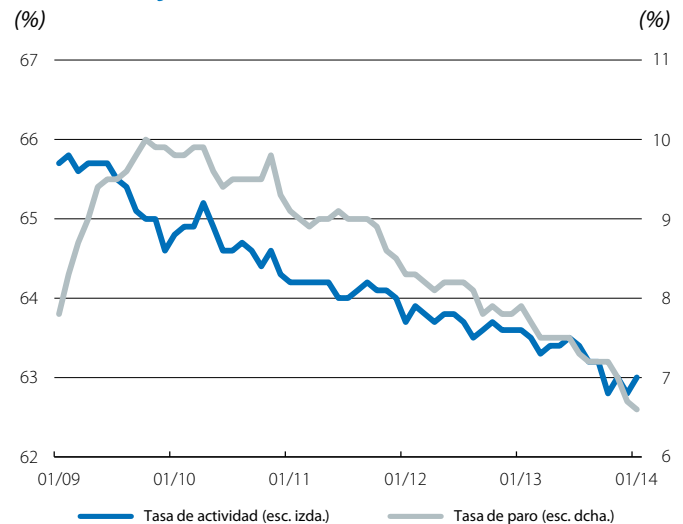
EE. UU. : PIB por componentes en el 4T 2013 - segunda entrega

Contribución a la variación intertrimestral anualizada (%)



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

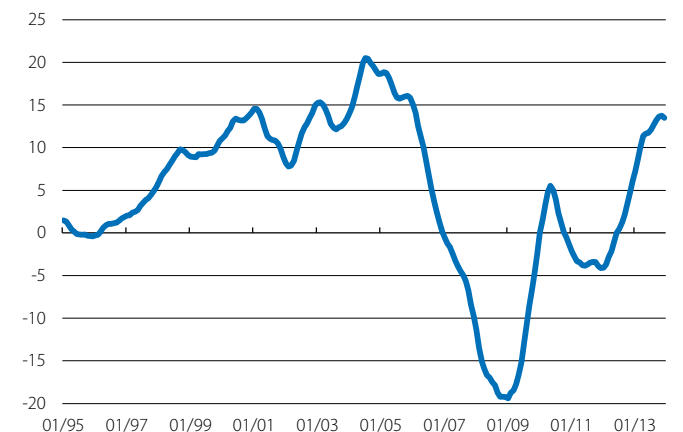
EE. UU. : mejora (relativa) del mercado laboral



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

EE. UU.: el mercado inmobiliario sigue mejorando

Índice precios Case-Shiller 20 áreas metropolitanas, variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de S&P/Case-Shiller.

Los indicadores de actividad más recientes siguen distorsionados por el tiempo adverso de la región. Las repetidas tormentas de frío y nieve de este invierno dificultan la interpretación de los indicadores económicos correspondientes a los meses de diciembre y enero. En particular, destacan la caída del índice de sentimiento empresarial en su versión de manufacturas (ISM), que pasó de los 56,5 puntos de diciembre a los 51,3 en enero; y el descenso intermensual del 0,4% de las ventas minoristas y del 0,3% del índice de producción industrial (para este último, supuso la mayor bajada desde 2009). Sin duda, el mal tiempo ha incidido en este mal comportamiento, pero resulta difícil cuantificar su alcance. Sorprendentemente, el temporal no afectó al índice ISM de servicios, que subió un punto hasta los 54,0 en enero. Por su parte, el último registro del año del índice Case-Shiller de precios de la vivienda sigue ratificando el buen tono del mercado inmobiliario (+13,4% interanual en diciembre, para el índice que engloba 20 áreas metropolitanas).

JAPÓN

El PIB de Japón en el 4T 2013 decepcionó a causa del sector exterior, aunque lo consideramos un bache pasajero. El PIB de Japón avanzó un modesto 0,3% intertrimestral (2,7% interanual), por debajo de nuestras previsiones y las del consenso de economistas. Esto sitúa el cómputo total del año 2013 en el 1,6% y nos obliga a rebajar ligeramente nuestra previsión para 2014 (hasta el 1,4%). Una revisión mínima (de una décima), gracias a la solidez que atribuimos al consumo y a la inversión del país. Por componentes de demanda, el sector exterior (con unas exportaciones en desaceleración y unas importaciones infladas por la factura energética) fue el principal culpable del débil registro. Por el contrario, la demanda interna (consumo privado e inversión) mostró un tono vigoroso, si bien buena parte de su mejora se podría atribuir a la anticipación del consumo antes del incremento del IVA en abril.

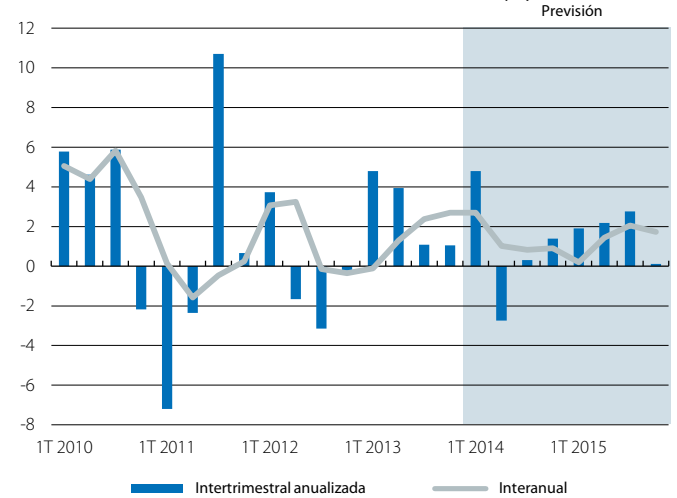
En el plano de los precios, la deflación se aleja por completo del panorama japonés, pero con matices. El IPC subió un 1,4% interanual en enero, muy por encima del 0,4% de 2013. El índice subyacente (sin energía ni alimentos, elementos más volátiles) avanzó un 0,6% interanual. En este contexto, es esencial promover subidas salariales para lograr el objetivo del Banco Central del 2% de inflación. En particular, en el salario básico, pues este constituye el 80% de la remuneración total de los asalariados. Hasta el momento, el repunte en noviembre y diciembre se ha sustentado de incrementos en las horas extras. El matiz en los precios llega de la mano del deflactor del PIB, que mide el nivel de precios de todos los bienes y servicios producidos en la economía, y que todavía se sitúa en terreno negativo en términos interanuales (-0,5% en el 4T 2013).

EMERGENTES

China estrena año con algunos signos de debilidad que no revisten preocupación en el contexto del deseado reequilibrio desde la industria y la inversión hacia los servicios y el consumo. En China, la publicación de indicadores ha sido escasa debido

Japón: el PIB avanza por debajo de lo previsto

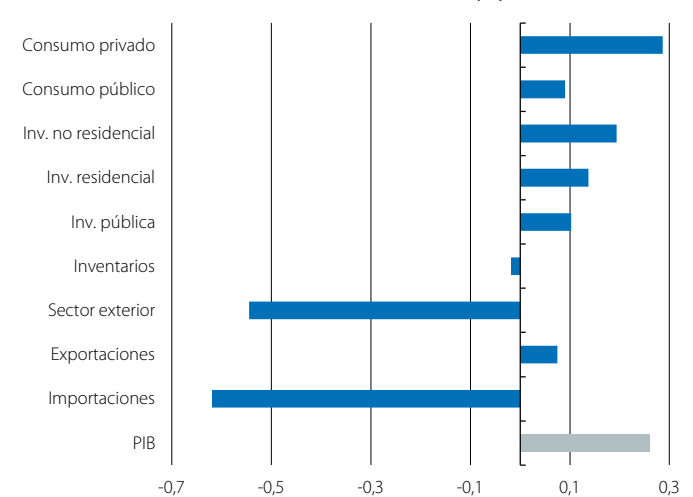
PIB variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

Japón: el sector exterior decepciona

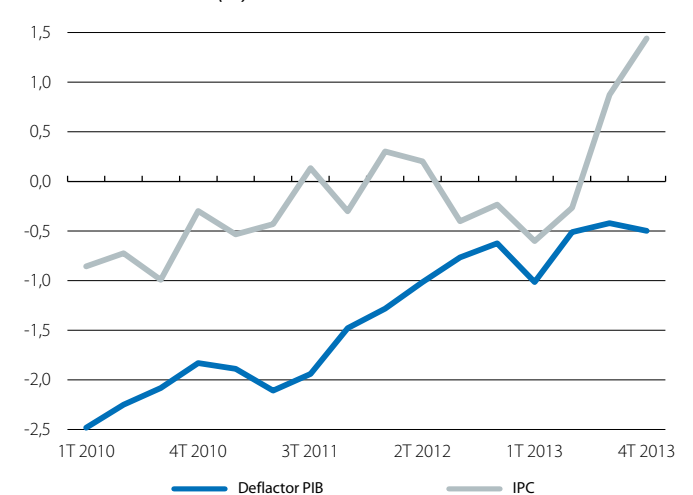
Contribución a la variación intertrimestral en 4T (%)



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

Japón: la deflación se aleja moderadamente

Variación interanual (%)



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

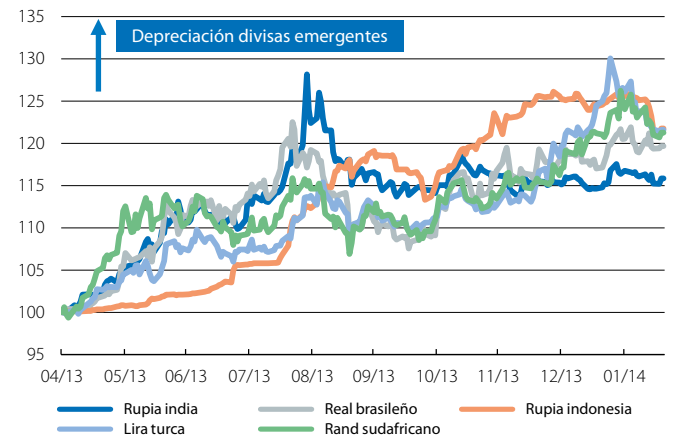
a las festividades del Año Nuevo. La distorsión en los datos que provoca anualmente esta festividad (que este año ha caído a finales de enero y cuyas celebraciones se han extendido durante la primera semana de febrero) es la causa de que muchos de los indicadores de carácter mensual se publiquen en una versión bimestral para el conjunto de enero y febrero. Con todo, los indicadores que sí se han conocido han mostrado un panorama mixto. Destaca la segunda bajada consecutiva del índice PMI de gestores de compras de manufacturas, tanto en su versión oficial como privada (elaborada por Markit/HSBC). Por el contrario, el sector exterior volvió a mostrar el vigor de antaño. En enero, las exportaciones crecieron un 10,6% interanual, contra todo pronóstico y frente al 7,9% para el total de 2013. Las importaciones hicieron lo propio y avanzaron un 10,0%, por encima del 7,2% en 2013.

En otros emergentes, el episodio de tensiones financieras iniciado a mediados de enero ha ido remitiendo pero el riesgo sigue siendo elevado. Un aspecto destacado es que no ha tenido lugar un contagio generalizado ni una escalada de la crisis. Los inversores están discriminando entre países y las economías a las que más han castigado coinciden con las que ya sufrieron mayor estrés en mayo-junio de 2013 (los «BIITS» o Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica). Se trata de países que necesitan corregir considerables desequilibrios macroeconómicos (tanto internos como externos). Asimismo, también cabe resaltar la actuación decidida y contundente de los bancos centrales de sus respectivos países, lo cual ha permitido calmar las presiones.

En este contexto, algunos de los datos que se conocen de los emergentes van dando más pistas de su evolución. El descenso de la inflación y la mejora en el déficit por cuenta corriente en la India destacan positivamente. Así, el índice de precios al por mayor, el que ha seguido el Banco Central del país hasta este pasado enero, ha pasado del 7,5% interanual en noviembre de 2013 al 5,0% en enero. Aunque esta bajada se debe en gran parte al descenso puntual del componente alimentos, las mejoras en materia monetaria deberían ayudar a anclar la inflación. En este sentido, el comité de política monetaria del país ha aconsejado establecer un objetivo explícito y único de inflación. Asimismo, el último día de mes también conocíamos que el país asiático avanzó un 4,7% interanual en el 4T de 2013, ligeramente por debajo del 4,8% del trimestre anterior. Aunque se trate de un crecimiento significativo, todavía se sitúa por debajo de su potencial, que estimamos en la zona del 6%-6,5%. Por otra parte, Indonesia también mejoró su avance y, con un 5,7% interanual en el 4T 2013, dejó el crecimiento del total del año en el 5,8%, por encima de nuestras previsiones y de las del consenso de economistas. En América Latina, Brasil creció un 1,9% interanual en el 4T 2013 (2,2% en el 3T), en línea con lo previsto. Con todo, la evolución de los últimos indicadores, la subida de tipos de intervención (hasta el 10,75% el 26 de febrero) y el anuncio de una reducción del gasto público nos hace esperar un crecimiento de solo el 2,0% para este 2014 (2,3% en 2013). México, a su vez, crece un 0,7% interanual en el 4T 2013, por debajo de lo previsto, y sitúa la tasa anual en el 1,1%. No obstante, los últimos indicadores disponibles y las favorables perspectivas de EE. UU. justifican que mantengamos la previsión para 2014 en el 3,5%.

Emergentes: los cinco débiles centran la atención de los mercados brevemente

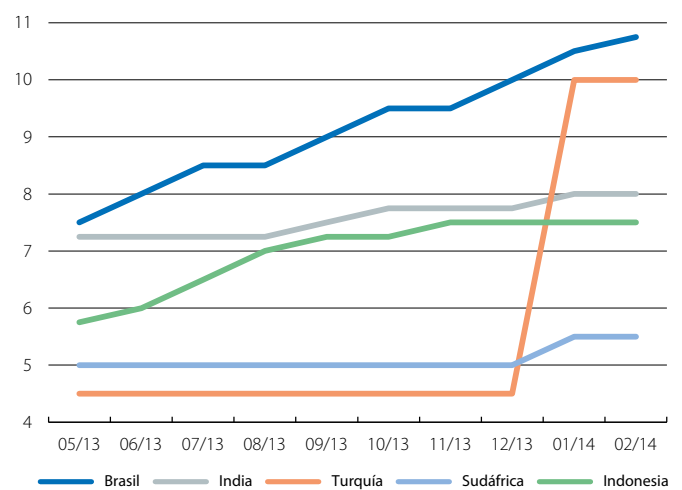
Tipo de cambio respecto al dólar, datos diarios (Índice, mayo 2013 = 100)



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

Emergentes: actuaciones rápidas de los cinco débiles

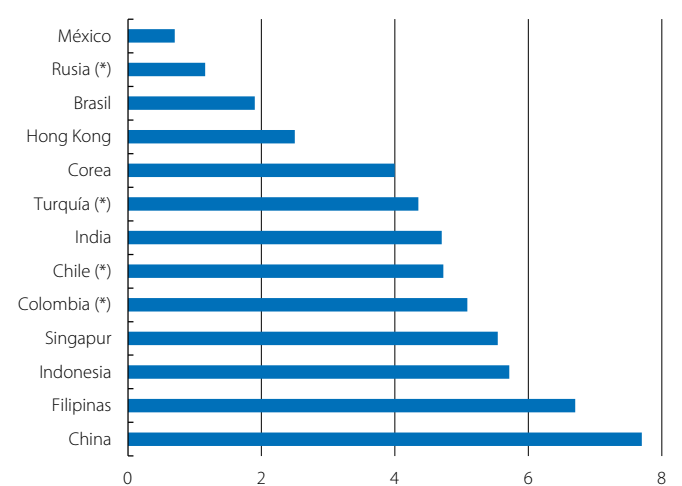
Tipo de interés oficial (%)



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

Emergentes: crecimiento del PIB en el 4T 2013

Variación interanual (%)



Nota: (*) Datos para el 3T en lugar del 4T.

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

FOCUS · Los flujos de capital hacia las economías emergentes capean el temporal

Los mercados financieros de los países emergentes atraviesan una época de inestabilidad que arrancó en la primavera de 2013, cuando la Fed anunció la intención de empezar a normalizar su política monetaria. Aquella primera sacudida fue intensa y se manifestó en forma de una brusca salida de los flujos de capital de carácter más cortoplacista y una consiguiente depreciación de las divisas. Entre enero y febrero de este año ha tenido lugar un segundo episodio, desencadenado por la devaluación del peso argentino. Esta vez, el balance de daños ha sido notablemente menor, tanto en términos de magnitud de las depreciaciones como en el alcance geográfico. A nuestro juicio, esta pauta de comportamiento (que nos aleja de una espiral de crisis como la que tuvo lugar en la década de los noventa) es razonable, dadas las perspectivas que manejamos para los principales factores en liza. Tres elementos deberían propiciar la recuperación de la estabilidad. Primero, que el *tapering* de la Fed proceda de manera gradual. Segundo, que las propias economías emergentes avancen en el ajuste de los desequilibrios y posterior reactivación de la demanda. Tercero, que los distintos grupos de inversores calmen los nervios y puedan discernir la atractiva combinación rentabilidad-riesgo que presentan la mayoría de países emergentes a largo plazo.

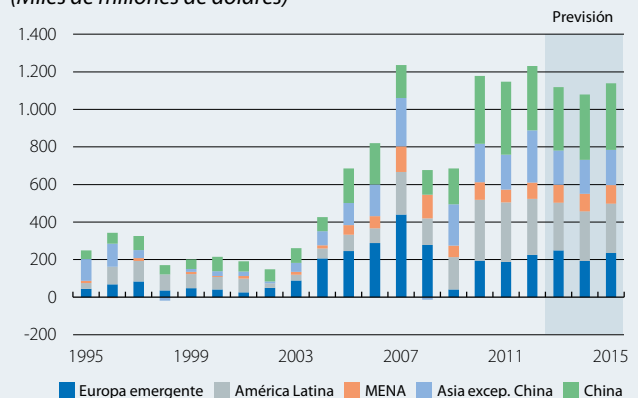
En este sentido, resulta alentador el análisis que acaba de elaborar el Institute for International Finance, una entidad de referencia en el estudio de la relación entre los flujos de capital internacionales y los mercados emergentes. Tras examinar, país a país, el detalle de los movimientos por tipo de instrumento y de inversor, su diagnóstico indica que no estamos asistiendo a un éxodo masivo y sostenido, sino a episodios de ventas selectivas por parte de inversores oportunistas o cortoplacistas.

Concretamente, el IIF identifica el mayor foco de presión vendedora durante estos últimos meses en los inversores *retail* del mercado de bonos. Esto ha venido a ser el contrapunto de lo que había ocurrido durante 2011 y 2012, cuando, a la vista del bajo nivel de los tipos de interés en los países avanzados, numerosos inversores particulares se animaron a probar una clase de activos poco conocida para ellos: los bonos soberanos y corporativos emergentes. Con los primeros contratiempos, sucumbieron a la tentación vendedora. Por el contrario, el comportamiento de los inversores institucionales (como por ejemplo los fondos de pensiones) ha sido mucho más estable. Asimismo, otras fuentes de financiación de gran significación, como la inversión directa en acciones y los préstamos bancarios, también se han mantenido encomiadamente firmes.

En cuanto a las proyecciones, el IIF estima que el total agregado de las entradas netas de capital no descenderá en exceso, y podría estar tocando fondo precisamente ahora, entre finales de 2013 y principios de 2014. La recuperación será gradual, pero suficiente para volver a cifras cercanas a los máximos históricos, ya en 2015. Una advertencia importante: la discriminación que los inversores ya han empezado a mostrar entre regiones y países (en función de sus vulnerabilidades y medidas correctoras) seguirá siendo una nota distintiva respecto a ciclos anteriores. Asia oriental es la que presenta mejores perspectivas, seguida de Europa del Este. En América Latina, las condiciones se han deteriorado por las tensiones inflacionistas de Brasil y la inestabilidad argentina.

Economías emergentes: entradas netas de capital privado

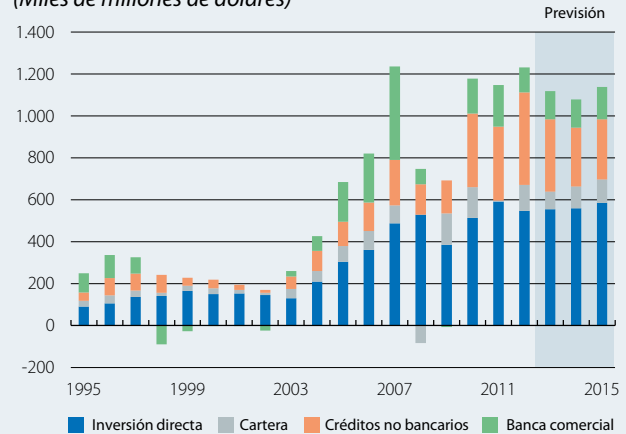
(Miles de millones de dólares)



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

Economías emergentes: entradas de capital privado

(Miles de millones de dólares)



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

FOCUS · Turquía: dificultades a corto plazo

Con una depreciación de la lira turca frente al dólar del 18% desde mayo de 2013 y una caída de la bolsa de Estambul del 24% en ese mismo periodo, Turquía es una de las economías emergentes que mayores presiones financieras está soportando en el último año. En esta tesitura, cabe preguntarse si la situación económica de Turquía presenta características diferencialmente más negativas que las de otros países emergentes. La revisión de los principales indicadores macroeconómicos sugiere una respuesta afirmativa a la vista de la combinación de un abultado déficit corriente (alrededor del 8% del PIB, en 2013) y una inflación superior al 7%. Con todo, no es un caso extraordinario, sino que se asemeja al de países como Brasil, Indonesia o Sudáfrica, todos ellos castigados con depreciaciones superiores al 15% desde mayo pasado.

En el caso turco, estos graves desajustes macroeconómicos acrecientan las dudas sobre las perspectivas a corto plazo. A pesar de los pronósticos de desaceleración, el crecimiento del PIB en el 3T 2013 todavía fue un vigoroso 4,4% interanual (4,5% en el 2T). Dicha expansión se ha alimentado en no poca medida por un crecimiento del crédito privado interior fuerte, con avances del 33% interanual en el 4T (un año atrás el aumento fue del 17% interanual). Para completar el panorama, y como se ha anticipado, el crecimiento de los precios está lejos de lo que cabría desear: en enero, el IPC aumentó un 7,8% interanual, sumando ocho meses consecutivos por encima del 7% interanual. En este contexto, y tras demorar la decisión muchos meses, en enero el banco central elevó drásticamente el tipo de referencia al 10% (4,5% en diciembre).

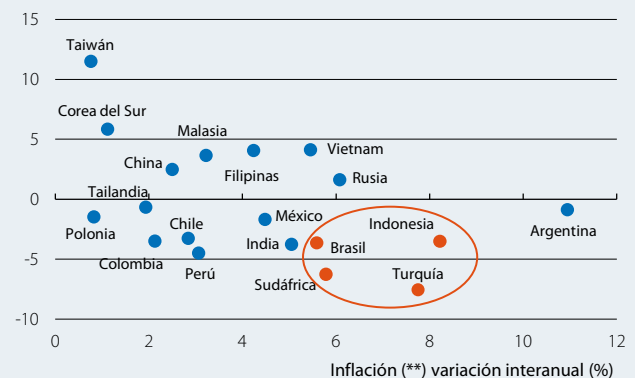
Junto a esta evolución macroeconómica complicada, Turquía ha empezado a mostrar señales de conflictividad política, poco habituales en años anteriores. Desde la entrada en el Gobierno del AKP (partido islamista) en 2002, el país tomó un fuerte impulso reformista. Tras varios años en que dicho proceso disponía de un consenso social ampliamente mayoritario, en 2013 han aparecido síntomas de contestación y desgaste político, tanto en el seno del propio Gobierno como en forma de movimientos externos al mismo. El ruido que ha acompañado estos episodios complica anticipar posibles cambios de trayectoria política a más largo plazo, y ha intensificado la volatilidad de episodios como los acontecidos en la primavera de 2013 y el de enero pasado.

Vista la desafortunada coincidencia de tensiones políticas y desequilibrios macroeconómicos, cabe concluir que, efectivamente, Turquía es una de las economías emergentes que requerirá atención especial en los próximos meses. Aunque creemos posible que el año 2014 se cierre de forma más favorable de lo que ahora se plantea,

dados los desequilibrios acumulados la desaceleración de la actividad es prácticamente inevitable. No obstante, vistos los precedentes, estimamos que este puede ser un proceso a corto plazo y que en 2015 la economía podría estar estabilizando su ritmo de actividad. Esta desaceleración debería facilitar una reducción del déficit corriente hacia finales de 2014. En cambio, la inercia de inflación alta puede mantenerse hasta bien entrado 2015. Asimismo, durante este año se va a producir una clarificación de la situación política y del apoyo real a la agenda modernizadora islamista, ya que se van a celebrar elecciones locales (marzo) y presidenciales (agosto), junto con un probable referéndum constitucional. Una vez quede despejada la incertidumbre, debería reaparecer la visión de una economía emergente con buenas perspectivas a largo plazo, materializadas en un crecimiento potencial elevado, del orden del 5%.

Emergentes: saldo corriente e inflación

Cuenta corriente (*) (% del PIB)

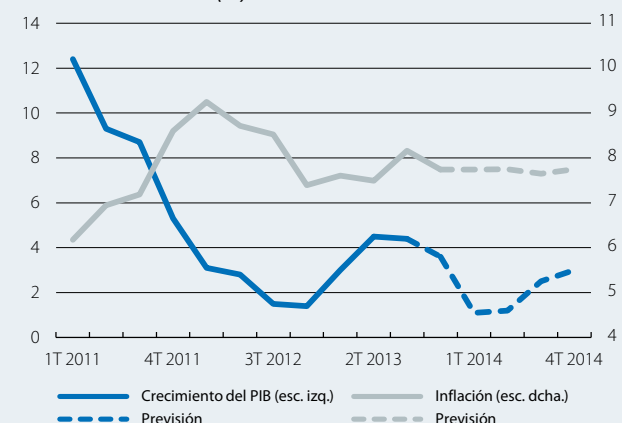


Notas: (*) 2013 (estimado). (**) Último mes disponible.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de los institutos nacionales de estadística y Oxford Economics.

Turquía: crecimiento e inflación

Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Turco de Estadísticas.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Actividad								
PIB real	2,8	1,9	1,3	1,6	2,0	2,5	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,9	3,9	3,8	4,2	4,0	3,7	2,4	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	62,8	75,1	81,0	74,0	79,4	78,1
Producción industrial	3,6	2,6	2,4	2,0	2,6	3,3	2,9	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	52,3	50,8	55,7	56,7	51,3	...
Viviendas iniciadas (miles)	783	931	957	869	882	1.016	880	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141	158	150	157	161	165	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,7	7,5	7,2	7,0	6,6	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,6	58,7	58,6	58,5	58,8	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-3,3	-2,8	-3,1	-3,0	-2,9	-2,8	...	...
Precios								
Precios de consumo	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6	1,2	1,6	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6	...

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14
Actividad							
PIB real	1,4	1,6	-0,1	1,3	2,4	2,7	-
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	44,1	44,8	44,0	41,7	40,5
Producción industrial	0,2	-0,6	-6,5	-3,1	1,9	5,7	10,6
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-5,0	6,0	-8,0	4,0	12,0	16,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,4	4,0	4,2	4,0	4,0	3,9	3,7
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-1,5	-2,4	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4	-2,6
Precios							
Precios de consumo	0,0	0,4	-0,6	-0,3	0,9	1,4	1,4
Precios de consumo subyacente	-0,6	-0,2	-0,8	-0,4	0,0	0,5	0,6

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14
Actividad							
PIB real	7,7	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	-
Ventas al por menor	14,3	11,4	12,3	12,5	12,8	13,0	-
Producción industrial	10,0	9,9	9,6	9,1	10,1	10,0	-
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,5	50,5	50,8	51,3	50,5
Sector exterior							
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	230	260	272	270	252	260	264
Exportaciones	8,0	7,9	18,4	3,9	3,9	7,4	10,6
Importaciones	4,3	7,2	8,6	5,0	8,4	7,1	10,0
Precios							
Precios de consumo	2,7	2,6	2,4	2,4	2,8	2,9	2,5
Tipo de interés de referencia ⁽²⁾ (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1

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

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

COYUNTURA · Una recuperación menos desigual entre países

La actividad de la eurozona mantiene la senda ascendente en 2014 con un avance más equilibrado entre países. El predominio de noticias más positivas durante los últimos meses ha llevado a la CE a revisar ligeramente al alza las previsiones de crecimiento de la eurozona para 2014 y 2015. Tras dos años de contracción, es alentador que las expectativas de crecimiento para el conjunto de 2013 alcancen el 1,2%. Este año, se espera que el consumo privado y la inversión jueguen un papel más importante, lo que reducirá la dependencia que la reactivación de la economía ha ejercido hasta ahora sobre el comportamiento del sector exterior. Sin embargo, el crecimiento sostenido en 2014 solo está garantizado si se continúa firmemente el proceso de reformas, sobre todo en los países de la periferia, y si la unión bancaria, crucial para reducir la fragmentación financiera entre países, se implementa de forma eficiente y sin contratiempos.

Vuelve el crecimiento a los países más vulnerables. Tal y como se esperaba, el crecimiento del PIB de la eurozona se aceleró ligeramente en el 4T 2013 (0,3% intertrimestral frente a 0,1% en el 3T). Este avance sitúa el crecimiento del conjunto del año en el -0,4% y muestra que la recuperación está encarrilada. Más allá de la buena noticia que supone la confirmación del regreso al crecimiento económico, es importante el hecho de que el mayor ritmo de avance fue generalizado. Alemania lideró la mejora con un aumento del PIB del 0,4% intertrimestral, acompañada también por Francia, que, pese al titubeo de los indicadores de actividad a finales del año pasado, avanzó el 0,3%. Asimismo, los datos confirman que la recuperación se está extendiendo a otros países como Portugal, España e Italia, que también han registrado tasas de crecimiento del PIB positivas en el 4T 2013, del 0,5%, 0,2% y del 0,1%, respectivamente.

La periferia respalda la mejora de la confianza en la eurozona. El índice de sentimiento económico que elabora la Comisión Europea siguió avanzando en febrero y se situó en los 101,2 puntos. La contribución de los países de la periferia a esta mejora fue especialmente notable. En promedio, en los últimos tres meses hasta febrero, este índice aumentó 1,3 puntos en la periferia (España, Italia, Grecia y Portugal), mientras que el incremento en los países del núcleo fue menor, de 0,4 puntos. Por tanto, si bien la confianza en los países del centro continúa estando en niveles más elevados, parece que los países más vulnerables están recuperando el terreno perdido, lo que sugiere que las diferencias en el ritmo de recuperación entre los dos grupos irán menguando progresivamente. Este mayor dinamismo de la periferia, no obstante, no está exento de riesgos como, por ejemplo, la crisis política que vive una vez más Italia tras la dimisión de su primer ministro, Enrico Letta. Este ha sido reemplazado por Matteo Renzi, quien, en principio, aboga por la implementación de una profunda agenda reformista. De momento, la reacción de los mercados ha sido bastante limitada y habrá que esperar a ver si es capaz de instaurar la estabilidad

Previsiones de crecimiento del PIB de la CE

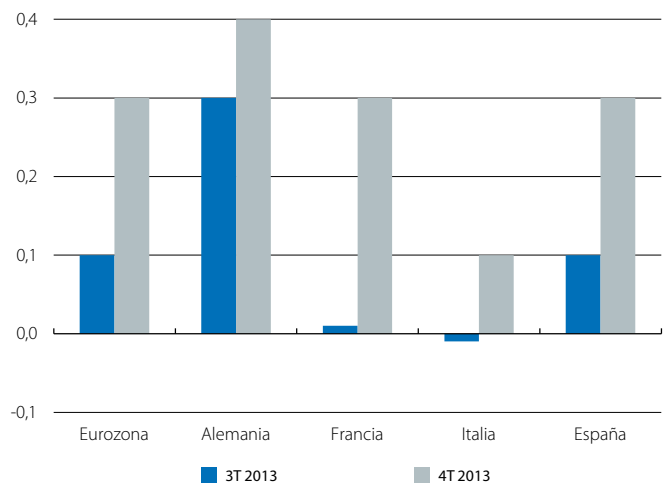
Variación anual (%)

	Previsión actual (febrero 2014)		Previsión anterior (noviembre 2013)	
	2014	2015	2014	2015
Eurozona	1,2	1,8	1,1	1,7
Alemania	1,8	2,0	1,7	1,9
Francia	1,0	1,7	0,9	1,7
Italia	0,6	1,2	0,7	1,2
España	1,0	1,7	0,5	1,7
Portugal	0,8	1,5	0,8	1,5
Grecia	0,6	2,9	0,6	2,9
Irlanda	1,8	2,9	1,7	2,5

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

Crecimiento del PIB

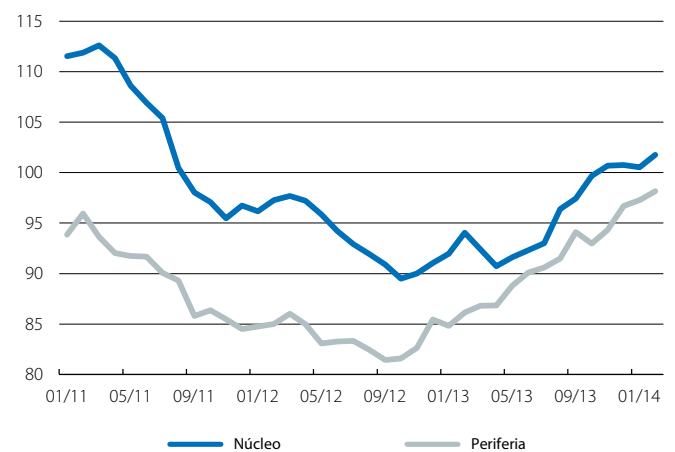
Variación intertrimestral (%)



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

Eurozona: índice de sentimiento económico

(Valor)



Nota: Núcleo incluye Austria, Alemania, Bélgica, Francia y Países Bajos. Periferia incluye España, Italia, Grecia y Portugal.

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

política, condición indispensable para llevar a cabo las reformas necesarias para impulsar la economía.

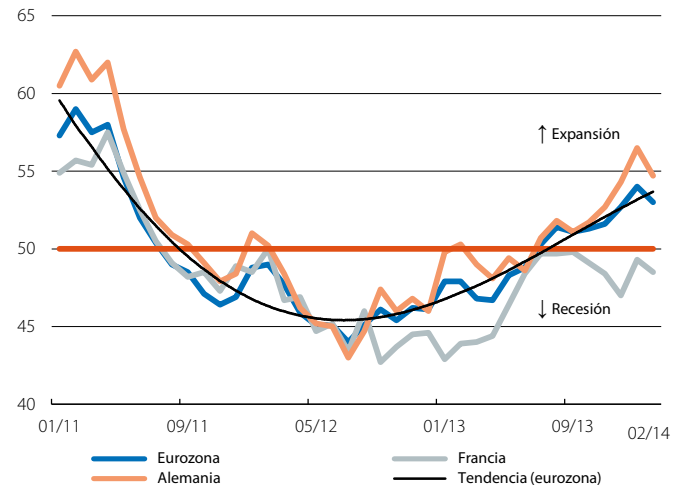
La eurozona consolida su recuperación en el 1T 2014. El ligero descenso en febrero del índice de gestores de compras de manufacturas (PMI), de los 54,0 puntos a los 53,0, no desdibuja la tendencia positiva de los últimos meses, en línea con un nuevo avance del PIB durante el 1T de este año. Sin embargo, las diferencias entre los principales países de la eurozona siguen siendo notables: el índice se encuentra en los 54,7 puntos en Alemania, claramente en zona expansiva, mientras en Francia toma un valor sustancialmente inferior, de 48,5 puntos. Por tanto, las diferencias entre las dos economías más grandes de la eurozona siguen siendo importantes, lo que nuevamente confirma la solidez de la economía germánica a la vez que mantiene las dudas sobre la capacidad de recuperación de la actividad gala. No sorprende, por tanto, que la CE estime un crecimiento para Alemania del 1,8% en 2014, claramente superior a la tasa prevista para Francia, del 1,0%.

Alemania lidera la recuperación. El crecimiento del PIB germánico se aceleró ligeramente en el 4T 2013 (0,4% intertrimestral frente a 0,3% en el 3T), lo que sitúa el avance para el conjunto del año 2013 en el 0,4%. El crecimiento anual fue impulsado por el consumo privado y el gasto público, mientras que la inversión y el sector exterior contribuyeron negativamente. Si bien las tasas de crecimiento durante los últimos años no son muy dispares de las que se registraron durante los años previos a la crisis, los elementos sobre los que se sustentan sí han cambiado: parece que la demanda interna y externa se hayan intercambiado los papeles (véase el Focus «El recorrido de la demanda interna alemana», que se incluye en este mismo número del *Informe Mensual*). Además, se espera que el crecimiento económico de este año siga impulsado por la demanda interna. Las condiciones de financiación más favorables y la menor incertidumbre deberían conducir a una recuperación gradual de la inversión en equipo, que decepcionó un poco en los resultados de 2012 y 2013. Entretanto, las bajas tasas de interés y un mercado laboral robusto apoyarán aún más el consumo privado y la inversión en vivienda. Por lo que respecta a la situación de las cuentas públicas, se mantendrán equilibradas, lo que permitirá que la ratio de la deuda pública sobre el PIB descienda gradualmente.

Mejora generalizada de la confianza del consumidor en la periferia aunque a distintos ritmos y niveles. En promedio, los avances de los últimos tres meses hasta febrero de 2014 han sido notables en Irlanda, España y Portugal, de 2,7, 1,9 y 3,2 puntos, respectivamente. El buen comportamiento reciente de este indicador en Irlanda lo diferencia claramente del resto de los países de la periferia, aunque también es muy destacable la recuperación de la confianza de los consumidores portugueses. En cambio, las cifras muestran que en Grecia la situación no acaba de remontar. Se espera que esta mejora de la confianza en el conjunto de la periferia anime el consumo de las familias durante los próximos meses. En efecto, más allá de los movimientos erráticos a corto plazo (+0,8% y -0,7% interanual en noviembre

Indicadores de actividad

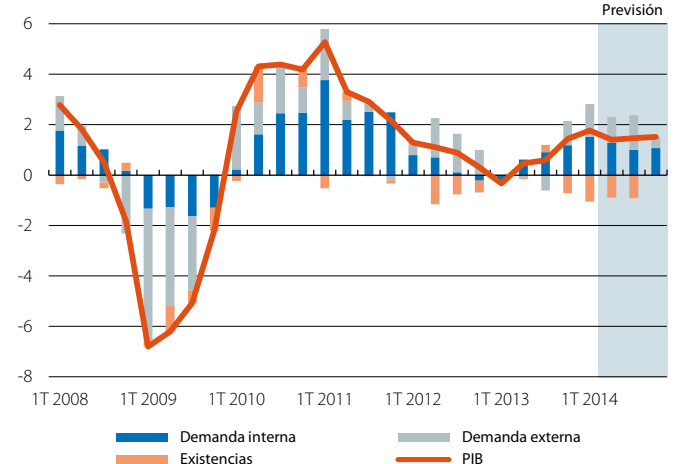
Índice PMI de manufacturas



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

Alemania: contribución de la demanda interna y externa al crecimiento del PIB

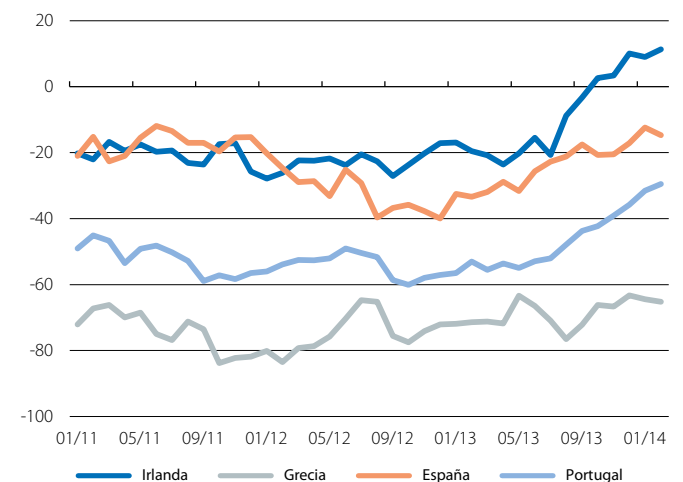
Variación interanual (%)



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

Países periféricos: confianza del consumidor

(Valor)



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

y en diciembre, respectivamente), la serie de las ventas minoristas de la eurozona sigue exhibiendo una tendencia al alza.

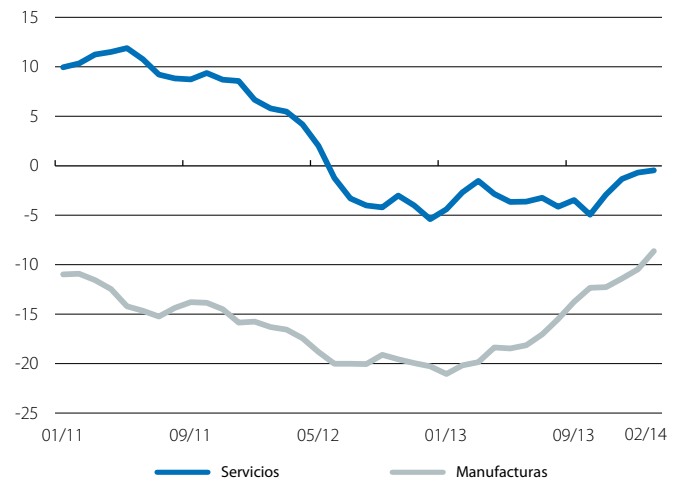
Los avances en el mercado laboral apoyarán el consumo privado. La recuperación de la actividad económica en la eurozona tendrá un impacto positivo en la generación de empleo en 2014. Sin embargo, el aumento de las horas trabajadas por trabajador que previsiblemente ha de tener lugar (se encuentra por debajo del promedio histórico) amortiguará el impacto sobre la creación de empleo. En cualquier caso, la mayoría de los índices de expectativas de creación de empleo para los próximos tres meses mantienen claramente una tendencia positiva. De nuevo, el papel de Alemania ha sido crucial en la evolución más favorable de las expectativas a la contratación para el conjunto de la eurozona, con avances importantes tanto para el sector de servicios como para el manufacturero. La recuperación del mercado laboral es una pieza clave para impulsar la demanda interna y, de momento, todo apunta a que este proceso está bien encarrilado. En este sentido, es de esperar que la tasa de inflación, que suele reaccionar con cierto retraso a los movimientos de fondo de la demanda interna, gradualmente recupere la tendencia alcista (para un análisis más detallado, véase el Focus «Descomponiendo la caída de la inflación en la eurozona»).

Las exportaciones recobran el buen tono. Tras una excelente evolución durante el 1T 2013 (crecieron cerca del 2% intertrimestral en promedio), el ritmo de avance perdió fuerza en el 3T 2013. Sin embargo, los datos del 4T 2013 han registrado de nuevo un incremento del volumen de exportaciones como resultado de la creciente demanda de productos europeos por parte de países de fuera de la eurozona. Asimismo, los datos de las encuestas de la Comisión Europea muestran un incremento, durante los últimos meses, de los pedidos del sector manufacturero hacia el exterior, que se sitúan por encima de su promedio a largo plazo. El sector exterior sigue siendo crucial, pues, en el proceso de reactivación de la actividad económica y, de momento, todo indica que podrá seguir desempeñando un papel protagonista.

La agenda reformista debe mantenerse en los distintos países y dentro del ámbito europeo. Si bien es cierto que los datos más favorables de los últimos meses han ayudado a mejorar las perspectivas de crecimiento para la mayoría de los países de la eurozona, los elementos que pueden entorpecer este cambio de tendencia son todavía numerosos, y el margen de maniobra que tienen la mayoría de países para afrontarlos es escaso. La CE estima que, para el conjunto de la eurozona, la deuda pública tocará techo en 2014 en el 95,9% del PIB, pero también reconoce que ello está supeditado a que continúe tanto la recuperación de la actividad económica como el esfuerzo fiscal, sobre todo en los países más vulnerables. También es perentorio que la implementación de la unión bancaria a lo largo de este año se ejecute debidamente. Por último, aunque las tensiones financieras han ido remitiendo en los países emergentes, el riesgo sigue siendo elevado. Un aspecto muy destacado, no obstante, es que no ha tenido lugar un contagio generalizado ni una escalada de la crisis, y que los inversores están discriminando entre países.

Eurozona: expectativas de creación de empleo

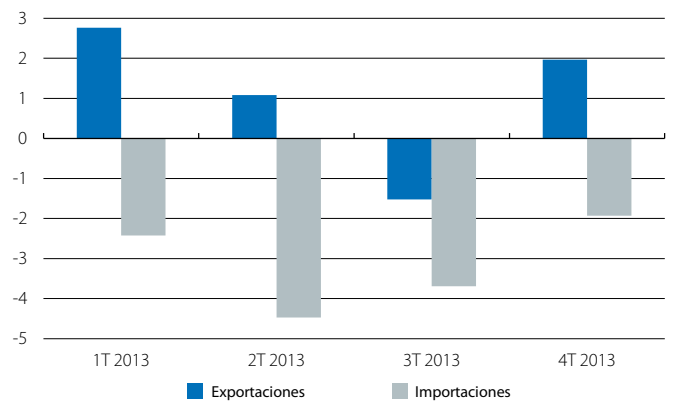
Media móvil de tres meses (valor)



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

Eurozona: balanza de bienes

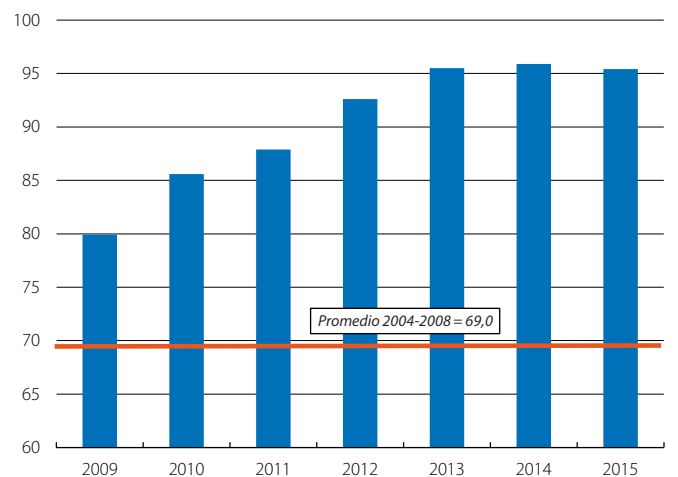
Variación interanual (%)



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

Eurozona: deuda del sector público

(% del PIB)



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

FOCUS · El recorrido de la demanda interna alemana

El crecimiento que ha experimentado la economía alemana durante los últimos años no es muy distinto del que mantuvo durante los años previos a la crisis. Sin embargo, los elementos sobre los que se apoya han cambiado notablemente. Parece que la demanda interna y la demanda externa se hayan intercambiado los papeles. Entre los años 2000-2007, la contribución al crecimiento de la demanda interna fue de 0,6 p. p. solamente, mientras que en los últimos tres años ha aumentado hasta los 1,2 p. p. ¿Podemos esperar que se consolide este mayor empuje de la demanda interna?

Si aislamos los componentes de la demanda interna, observamos que el gran protagonista del aumento de la contribución al crecimiento ha sido el consumo privado. Mientras que durante 2000-2007 este solo creció a una tasa anual del 0,6%, durante 2011-2013 creció al 1,3%. Por tanto, es preciso entender si el repunte del consumo está bien fundamentado y, sobre todo, si puede perdurar o incluso aumentar en los próximos años.

Una mejora del crecimiento de la renta disponible de los hogares es fundamental para sostener el incremento del consumo, y tanto la evolución de la tasa de paro como la de los salarios ha sido muy favorable durante los últimos años. Por un lado, la tasa de paro (del 10,2% en promedio durante 2000-2007) descendió hasta el 6,8% en 2013. Observamos también que el crecimiento del salario por hora promedio entre 2011-2013 ha sido superior al que se produjo durante los años previos a la recesión. Aunque si bien es cierto que parte de la reducción de la tasa de paro se ha producido mediante un aumento del empleo a tiempo parcial, esto no ha evitado que la renta bruta disponible de los hogares haya mantenido un notable ritmo de avance. Entre 2011 y 2013 el crecimiento anual promedio ha sido del 2,8%, frente al 2,1% de 2000-2007. Dado que la tasa de paro ya se encuentra en mínimos históricos, es de esperar que durante los próximos años se irá reduciendo el empleo a tiempo parcial y se mantendrá el ritmo de crecimiento de los salarios, unos factores que ayudarán a consolidar el crecimiento de los ingresos de los hogares y, por tanto, del consumo.

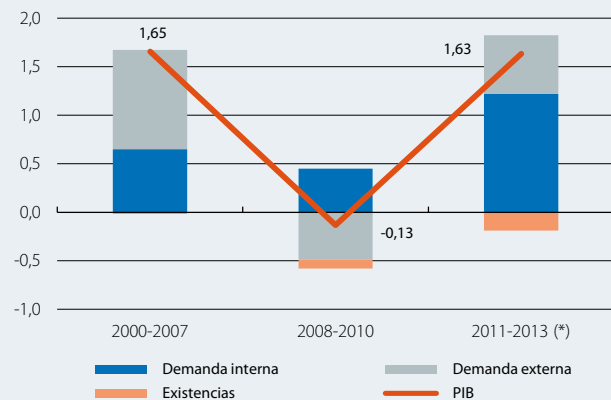
Otros dos elementos que conviene tener presentes son la evolución de la tasa de ahorro de los hogares y su nivel de endeudamiento. Ambos también jugarán a favor de un mayor protagonismo del consumo en los próximos años. La tasa de ahorro de Alemania, que se ha mantenido en niveles superiores a la de sus vecinos europeos históricamente, en la actualidad se encuentra en el 16,2% de la renta bruta disponible, frente al 15,0% de Francia, el 10,5% de España o el 5,0% de EE. UU. Desde hace unos años, sin embargo, ha iniciado una ligera tendencia a la baja que se podría intensificar si las buenas perspectivas económicas

se consolidan y los tipos de interés reales se mantienen bajos. El nivel de endeudamiento de los hogares alemanes tampoco debería suponer un freno para el consumo. Este se encuentra en el 58% del PIB, un nivel inferior al promedio de la eurozona, del 65%, o al de España y EE. UU., que en ambos casos se encuentra cerca del 80%.

En definitiva, todo indica que el dinamismo del consumo de los hogares alemanes en particular, y de la demanda interna en general, puede tomar un empuje definitivo en los próximos años, algo que ayudará a encarrilar el proceso de recuperación de la eurozona y reforzará el liderazgo que la economía alemana ha ido ejerciendo durante los últimos años. Todos los elementos están dispuestos para que así sea.

Crecimiento del PIB: composición de la demanda

Promedio variación anual (%)

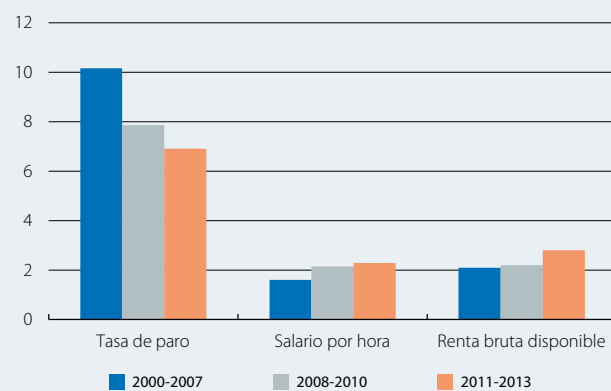


Nota: (*) Último dato disponible 3T 2013.

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

Determinantes del consumo

Variación anual promedio (%)



Nota: Nivel de la tasa de paro. Datos nominales del salario por hora y la renta bruta disponible.

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

FOCUS · Descomponiendo la caída de la inflación en la eurozona

La tasa de inflación de la eurozona lleva varios meses desacelerándose. La tendencia bajista sorprende por su persistencia y profundidad en un entorno en el que, precisamente, la demanda interna empieza a dar señales de recuperación. Esto preocupa especialmente en los países periféricos, ya que dificulta tanto el proceso de desapalancamiento que están llevando a cabo como la capacidad para poder seguir ganando competitividad. Un buen diagnóstico es imprescindible para poder determinar hasta qué punto el BCE debe o no actuar.

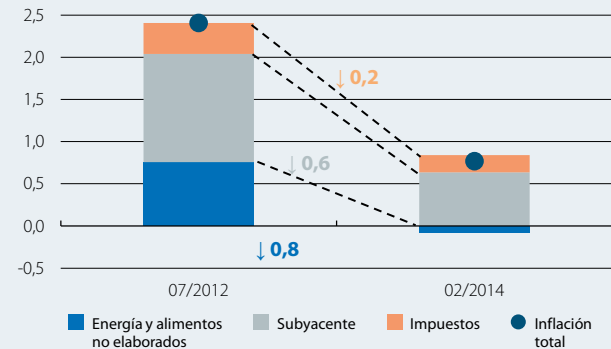
En el primer gráfico observamos que desde mediados de 2012 hasta enero de 2014 la tasa de inflación se ha reducido en 1,6 p. p. Una reducción de esta magnitud no se había producido desde 2008, cuando la crisis financiera se encontraba en su punto álgido. Una parte importante del descenso se debe a factores que podemos interpretar como temporales. El precio de la energía, un elemento bastante volátil, pero que tradicionalmente ha presionado la tasa de inflación al alza, se ha mantenido relativamente estable durante el último año y, por tanto, ha reducido notablemente su contribución al incremento del IPC. Asimismo, la dilución del efecto base generado por la subida de impuestos en varios países de la eurozona también ha ayudado a que se redujera la tasa de aumento del índice general de precios. Sorprende, sin embargo, la fuerte disminución que ha experimentado la tasa de inflación subyacente a impuestos constantes, ya que esta históricamente ha sido más estable y sus movimientos han reflejado las dinámicas de fondo de la actividad económica. El 40% de la desaceleración de la tasa de inflación se debe al retroceso de la tasa de inflación subyacente a impuestos constantes.

La contracción de la inflación subyacente a impuestos constantes se explica en un 60% por la reducción de la tasa de inflación de los precios de los bienes industriales no energéticos. Junto con el precio de los servicios, son un buen reflejo de la evolución de la demanda interna. Un ejemplo de ello es que en los países de la periferia, que es donde más ha caído la demanda interna, también se observa una mayor reducción de la tasa de inflación subyacente a impuestos constantes. Es importante destacar, sin embargo, que históricamente la tasa de inflación subyacente ha reaccionado con cierto retraso a los cambios de la demanda interna. Como se puede observar en el tercer gráfico, la variación interanual de la demanda interna está asociada con la inflación subyacente que se observa al cabo de unos trimestres. Por tanto, es de esperar que en los próximos meses, a medida que la recuperación de la demanda interna vaya ganando tracción, la tasa de inflación subyacente ponga fin a la tendencia bajista. De todas formas, dado que la recuperación no se anticipa muy vigorosa, es probable que la inflación se mantenga en cotas anormalmente bajas durante un

periodo relativamente largo de tiempo. Aunque el riesgo de deflación sea contenido, una inflación baja durante un lapso prolongado debería hacer reaccionar al BCE.

Inflación y contribución de los principales componentes

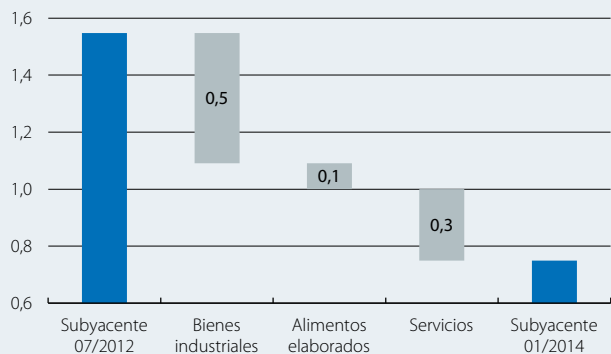
Variación interanual del IPCA (%) y contribución de componentes (p. p.)



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

Caída de la inflación subyacente a impuestos constantes por componentes

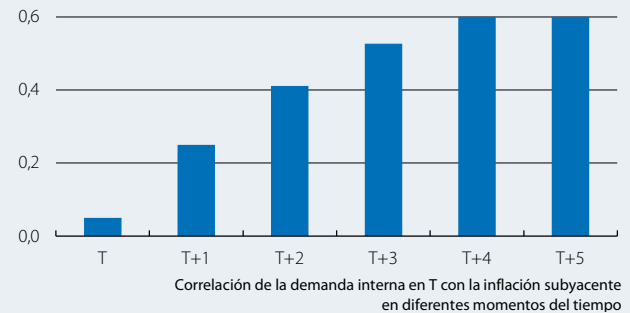
Variación interanual del IPCA (%) y contribución de componentes (p. p.)



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

Relación entre la demanda interna y la inflación subyacente a impuestos constantes

Coefficiente de correlación



Nota: La correlación mide el grado de comovimiento entre dos variables. Fluctúa entre 1 y -1, siendo 1 un comovimiento perfecto y 0, un comovimiento nulo. Por ejemplo, en T+3 se observa el grado de comovimiento entre la variación interanual de la demanda interna en T y la inflación subyacente al cabo de 3 trimestres. Datos de 2003 a 2013.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,7	-1,7	-2,2	-1,0	-0,5	0,0	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,5	-2,5	-2,3	-1,0	-1,1	1,2	...	...
Confianza del consumidor	-14,3	-22,1	-23,5	-20,8	-15,9	-14,4	-11,7	-12,7
Sentimiento económico	102,2	90,8	90,5	90,2	95,3	99,1	101,0	101,2
PMI manufacturas	52,2	46,2	47,5	47,9	50,9	51,9	54,0	53,0
PMI servicios	52,6	47,6	47,6	47,5	50,9	51,3	51,6	51,7
Mercado de trabajo								
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,3	-0,7	-1,0	-1,0	-0,8	...	-	...
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	10,2	11,4	12,0	12,1	12,1	12,0	12,0	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,4	5,3	5,3	5,1	5,0	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,2	10,8	10,8	10,9	10,8	10,9	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	11,9	12,1	12,3	12,7	12,9	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,0	26,5	26,4	26,5	26,1	25,8	...

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	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13
Saldo corriente: zona del euro	0,1	1,5	1,8	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5
Alemania	6,2	7,0	6,9	7,0	7,0	7,1	7,3	7,3
Francia	-1,7	-2,2	-2,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6	-1,5
Italia	-3,1	-0,4	0,1	0,3	0,6	0,7	0,8	...
España	-3,8	-1,1	-0,2	0,4	0,7	0,8	0,8	0,7
Tipo de cambio efectivo nominal ⁽¹⁾ (valor)	103,4	97,9	100,7	100,8	101,9	102,8	102,6	103,8

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13	01/14
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ⁽¹⁾	-0,3	-2,4	-1,4	-2,2	-2,9	-2,9	-3,1	-2,9	-2,9
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	1,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁽³⁾ (%)	2,4	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁽⁴⁾ (%)	3,1	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	7,9	9,3	7,6	7,1	6,9	5,8	6,3
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	1,0	0,1	0,2	-1,2	-1,5	-1,7	-2,6
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-9,7	-15,5	-17,2	-17,9	-16,3	-16,2	-12,8
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	2,4	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	...

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

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

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

COYUNTURA · La recuperación económica se afianza

Mejora del escenario macroeconómico previsto para 2014 y 2015. La Comisión Europea aumentó las previsiones de crecimiento de España para 2014 en medio p. p., pasando de 0,5% al 1,0%. A su vez, el Gobierno también anunció una revisión al alza de sus previsiones de crecimiento hasta el 1,0% para 2014 y el 1,5% para 2015, en línea con las previsiones de "la Caixa" Research. Ambos casos son un reflejo del progreso de los indicadores económicos a corto plazo, y de los avances que se han hecho durante los últimos trimestres para corregir los principales desequilibrios que acumulaba la economía española. Todo ello está permitiendo que el debate sobre la situación y las perspectivas de la economía española haya ido mudando el tono de la esperanza al optimismo. Sin embargo, aunque hay motivos para pensar que el proceso de recuperación está bien encarrilado, es preciso tener en cuenta que muchos de los pilares sobre los que se sustenta el actual crecimiento son todavía débiles.

El crecimiento del PIB se revisa a la baja, pero los importantes avances del consumo de los hogares y la inversión permiten una lectura positiva. Según el INE, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,2% en el 4T 2013, una décima por debajo del registro inicialmente estimado. Este avance se consiguió a pesar del importante retroceso que, según el INE, experimentó el consumo público, que se redujo un 3,9% intertrimestral, y es muestra de los importantes esfuerzos que se están dedicando a ajustar el déficit público. Aunque es probable que no se consiga disminuir hasta el 6,5% fijado por la CE, la desviación que finalmente se produzca probablemente será menor. La otra cara de la moneda son el consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo, que anotaron unos avances del 0,5% y del 1,9%, respectivamente. También las exportaciones mantuvieron un notable ritmo de avance (0,8%), sobre todo gracias a la buena evolución del turismo y de las exportaciones de servicios no turísticos.

Los indicadores de actividad auguran un buen inicio de año. Tanto el índice PMI de manufacturas como el de servicios aumentaron sustancialmente en enero gracias, en parte, al repunte de los pedidos del extranjero. Ambos indicadores se encuentran por encima de los 50 puntos (52,2 y 54,9, respectivamente), cifra a partir de la cual la tasa de crecimiento del PIB ha sido positiva históricamente. El papel que está desempeñando la demanda exterior en la recuperación de los pedidos industriales, que en diciembre avanzaron un 4,6%, también está siendo muy significativo. La tendencia alcista se extiende también a los distintos indicadores de oferta: la producción industrial y el consumo de electricidad en la industria, por ejemplo, asimismo han avanzado notablemente durante los últimos meses.

La estabilización del sector inmobiliario, cada vez más cerca. Tanto el ritmo de caída de las compraventas de vivienda como

Cambio en las previsiones de la Comisión Europea

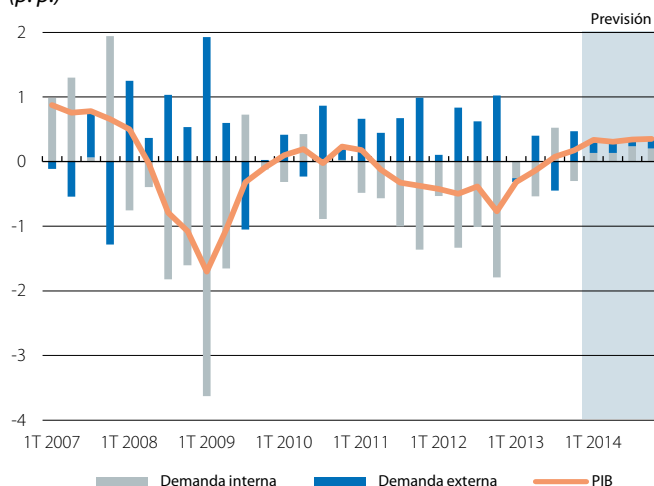
Variación interanual (%), salvo indicación expresa

	Invierno 2014		Otoño 2013	
	2014	2015	2014	2015
Crecimiento del PIB	1,0	1,7	0,5	1,7
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,7	24,6	26,4	25,3
Empleo	0,1	1,1	-0,7	0,9
IPC	0,3	0,9	0,9	0,6
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,6	1,8	2,6	3,1
Saldo público (% PIB)	-5,8	-6,5	-5,9	-6,6
Deuda pública (% PIB)	98,9	103,3	99,9	104,3

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

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB

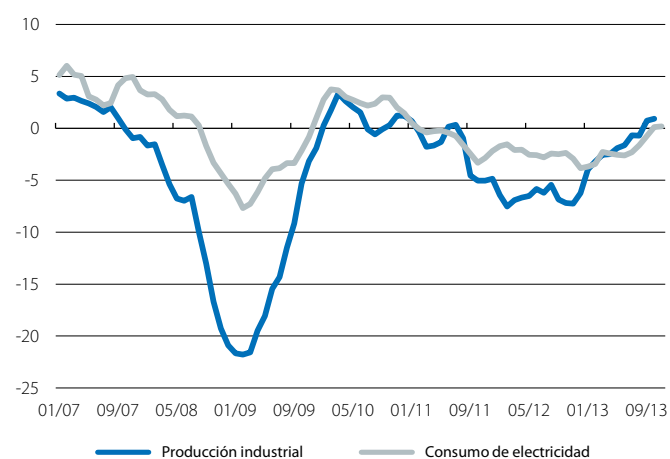
(p. p.)



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

Indicadores de oferta: producción industrial y consumo de electricidad en la industria

Variación interanual, media móvil 3 meses (%)



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

el de los precios se han moderado durante los últimos meses. Las compraventas cerraron el año con una reducción del 2,2% anual, una caída relativamente moderada teniendo en cuenta el avance que tuvo lugar a finales de 2012 a raíz del fin de los incentivos fiscales por la adquisición de una vivienda. Los precios retrocedieron un 1,9% intertrimestral en el 4T 2014, según datos del Ministerio de Fomento, y ya acumulan un descenso del 29,7% desde el 1T 2008. En ambos casos, se espera que la recuperación del mercado laboral y las mejores perspectivas de crecimiento ayuden a recuperar la confianza necesaria para que la actividad en el mercado de la vivienda poco a poco vaya retomando el pulso. Aunque el exceso de oferta es todavía elevado, algo que dificultará que el sector inmobiliario pueda mantener un ritmo de recuperación similar al del resto de sectores a corto plazo, es preciso tener en cuenta que es un mercado muy segmentado y con una elevada heterogeneidad.

La demanda interna reacciona positivamente. La menor incertidumbre que rodea el entorno económico y la mejora de las perspectivas están permitiendo que la demanda interna, que se había mantenido inmóvil por precaución durante los últimos años vaya despertándose paulatinamente. El indicador de confianza de los consumidores, por ejemplo, ha mejorado de manera notable en enero y febrero de 2014 y se sitúa claramente por encima de los registros del 4T 2013. También las ventas minoristas han encarado una tendencia positiva desde hace unos meses. El ritmo de avance que registraron en el 4T 2013 fue, en promedio, del 0,4% interanual, dejando atrás trece trimestres en terreno negativo.

La demanda interna recibe el apoyo del mercado laboral. Los datos de enero corroboran el cambio de tendencia del mercado laboral: el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en términos desestacionalizados por quinto mes consecutivo. El gran impulsor de la creación de empleo fue el sector de los servicios, aunque merece la pena destacar también el buen comportamiento de la industria, que dejó de destruir puestos de trabajo. Los datos referentes a la evolución del número de parados registrados también contribuyen a dibujar una visión algo más positiva de la situación económica. Concretamente, el número de parados registrados en enero incrementó en 113.000, lo que supone 23.000 parados menos que el aumento promedio de los últimos seis años. El apoyo que el mejor tono del mercado laboral supondrá para la recuperación de la demanda interna hace pensar que el riesgo de deflación es bajo, aunque no despreciable. La tasa de inflación volvió a situarse en terreno negativo (-0,1% interanual en febrero respecto al 0,2% en enero), en parte como resultado de la evolución de los precios de los carburantes y lubricantes, un componente bastante volátil y poco ligado a las condiciones de fondo de la economía española. Es de esperar que, como ha ocurrido históricamente, a medida que la recuperación de la demanda interna se asiente, la inflación recupere la tendencia alcista.

El crédito empieza a fluir de nuevo a hogares y empresas. A pesar de que el stock de crédito bancario sigue contrayéndose, el ritmo de contracción es cada vez menor. Como muestra de

Reloj inmobiliario para España y EE. UU.

Variación interanual (%)

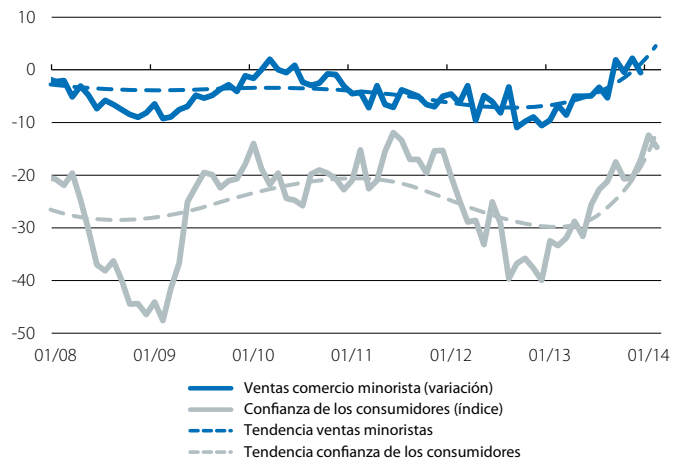


Nota: Los datos de 2010 y 2011 se excluyen por el efecto de los incentivos fiscales en el mercado inmobiliario.

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

Indicadores de demanda: ventas minoristas y confianza del consumidor

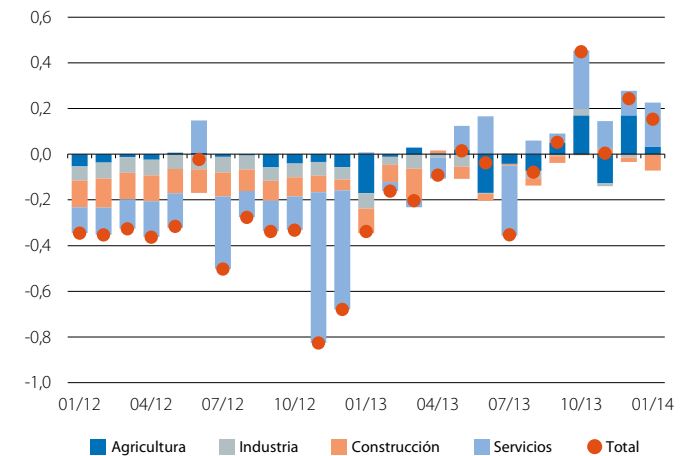
Variación interanual (%) e índice



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

Contribución a la variación intermensual de afiliados por sectores

Variación intermensual, datos desestacionalizados (%)



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

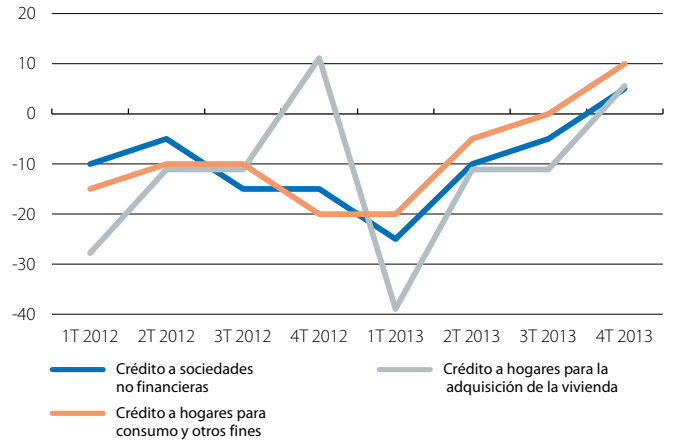
ello, en diciembre el crédito cayó un 9,8% interanual (frente al -12,6% de noviembre). Esta desaceleración de la contracción del crédito se debe a dos factores: por un lado, se ha diluido el efecto de la intensa caída del crédito registrada el año pasado a causa del traspaso de activos a la Sareb, y, por el otro, se empieza a atisbar una incipiente recuperación de la concesión de crédito nuevo, con un crecimiento del 4,3% intermensual en diciembre. Este último dato es especialmente notorio dado que se observa que dicha mejora ha tenido lugar, sobre todo, en el crédito a hogares para consumo y otros fines, lo que apoyará la recuperación de la demanda interna. Este hecho también se aprecia en la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España, en la cual destaca el aumento en el 4T 2013 de la solicitud de financiación en los tres segmentos (empresas, hogares para vivienda y hogares para consumo y otros fines), algo que no sucedía desde 2011 y que se espera que se repita en el 1T 2014.

La prima de riesgo española se sitúa confortablemente por debajo de los 200 p. b. Los precios a los que cerraron las últimas emisiones del Tesoro Público realizadas en el mes de febrero siguen mostrando la buena acogida de la deuda española en los mercados, incluso se fijaron nuevos mínimos históricos en algunas de las subastas. Considerando el elevado nivel de deuda pública, la reducción del coste medio de la deuda es una buena noticia. Esperamos que se mantenga el tono inversor, aupado por la mejora del *rating* de la agencia crediticia Moody's y por la continuidad del ímpetu reformista, uno de los aspectos que sigue acaparando la atención de la comunidad inversora. En este sentido, el Presidente del Gobierno anunció durante el debate del estado de la nación más medidas para fomentar la creación de empleo y nuevas reformas fiscales, como la exención del pago del IRPF para rentas menores a 12.000 euros.

La demanda externa sigue apoyando el crecimiento de la economía. El saldo por cuenta corriente cerró el 2013 con un histórico 0,7% del PIB, teniendo en cuenta que desde el año 1997 no se producía un superávit de la cuenta corriente. Durante el último año, el gran protagonista de la mejora del déficit por cuenta corriente ha sido la balanza de bienes, cuyo déficit se ha reducido un 1,4% del PIB. Los avances en la balanza de servicios, del 0,3% del PIB, también han sido notables. Aunque durante los últimos meses del año se produjo una desaceleración de las exportaciones, las perspectivas siguen siendo favorables. De hecho, el avance de las exportaciones durante el mes de diciembre compensa, en parte, el menor pulso observado durante los meses precedentes. Además, los índices PMI comentados anteriormente apuntan a que esta mejoría se ha consolidado durante los primeros compases del año. La evolución de las importaciones también deberá seguirse muy de cerca en los próximos meses: hasta hace pocos trimestres acusaban el importante desplome de la demanda interna, pero a medida que esta se vaya recuperando las importaciones también lo harán. Será entonces cuando podamos comprobar qué parte de la mejora de la cuenta corriente es estructural y qué parte ha sido resultado de factores coyunturales.

Demanda de préstamos bancarios

(Índice) (*)

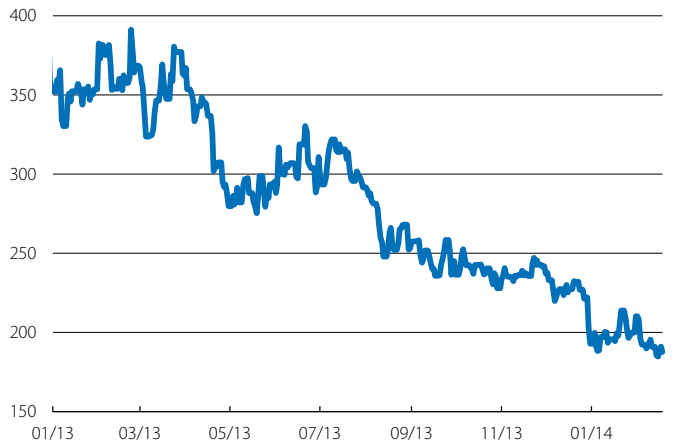


Nota: (*) Porcentaje de bancos con un aumento de la demanda – porcentaje de bancos con una caída de la demanda.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la encuesta sobre préstamos bancarios del Banco de España.

Prima de riesgo de la deuda soberana española

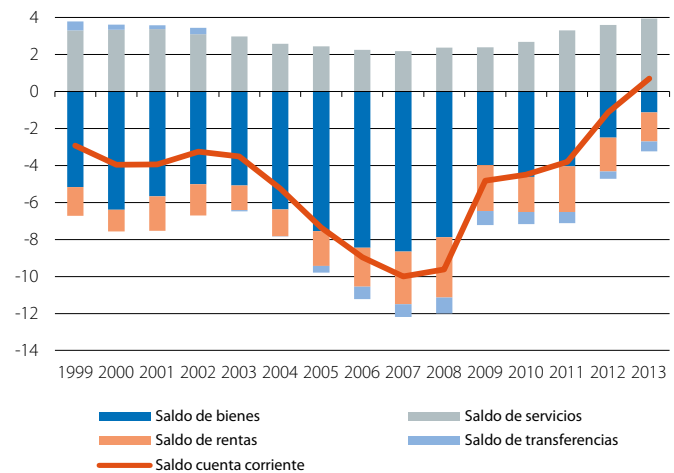
Diferencial respecto al bund alemán a 10 años (p. b.)



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

Saldo de la cuenta corriente

(% del PIB)



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

FOCUS · El recorrido esperanzador de las exportaciones

Una manera concisa de medir el grado de internacionalización de un país y, por extensión, de su buena salud económica es analizar el comportamiento de sus empresas exportadoras. Para hacerlo, y para determinar si se mantendrá en el futuro, podemos valernos de unos sencillos cálculos y compararlos en el tiempo.

Durante el *boom* inmobiliario de los años 2003 a 2007, la cifra de empresas exportadoras se mantuvo constante en España, alrededor de 100.000. En el año 2013, ya eran 137.000 las empresas que vendían al exterior (un efecto secundario positivo de la crisis financiera fue sin duda la apertura de las empresas españolas al mercado exterior). Es de suponer, pues, que el número de empresas de un país que internacionalizan sus productos es un buen indicador de su vigor exportador. Sin embargo, supongamos asimismo que España tiene dos empresas. Una empresa exporta al país A en 2011 y en 2012 exporta también al país B. La otra empresa no exporta en 2011 y en 2012 exporta al país B. En 2012, el número de empresas exportadoras aumenta en uno, pero el aumento de destinos, en dos. En España, entre 2010 y 2012, el número de nuevos destinos se elevó a 105.000, cuatro veces más que el incremento de empresas nuevas. EE. UU. representó el 9,2% de la subida, seguido de China (5,7%) y Suiza (4,0%). De todo esto se desprende que el alcance real de la internacionalización de un país obedece no solo al número de empresas que exportan, sino a la diversificación de sus destinos.

Si añadimos el volumen de exportaciones al análisis, podremos también llegar a determinar si el empuje internacionalizador tiene o no recorrido. En los países donde, entre 2008 y 2010, el número de empresas exportadoras aumentó por encima de la media, observamos que las exportaciones entre 2010 y 2012 aumentaron un 35% más en promedio. Por lo tanto, estos datos sugieren que se establece una relación fehaciente entre el volumen de los exportadores de hoy y el de las exportaciones del mañana.

Para cerrar el círculo, solo cabe determinar si el hecho de que una empresa abra mercado en un país a la larga facilita la entrada a nuevos países. Recientes estudios académicos, como el de Chaney⁽¹⁾ en Francia, avalan esta hipótesis. En Chile, Morales *et al.*⁽²⁾ también documentan el concepto de la *extended gravity*, según el cual si una empresa exporta hoy a un país, es más probable que exporte mañana a otro que esté en el mismo continente y con el que comparta lengua y frontera. Las estimaciones de los autores

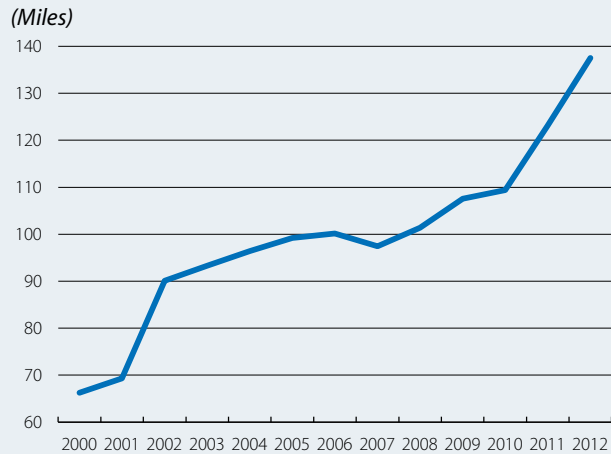
(1) Véase Chaney, T. (2013) «The Network Structure of International Trade», *American Economic Review*, próxima publicación.

(2) Véase Morales, E., Sheu, G., Zahler, A. (2014) «Gravity and Extended Gravity: Using Moment Inequalities to Estimate a Model of Export Entry», Princeton University, mimeo.

implican que, por ejemplo, exportar a Canadá reduciría el coste de entrar a EE. UU. entre un 22% y 42%.

En conclusión, todo apunta a que el reciente auge internacionalizador de las empresas españolas tiene recorrido: facilitará que el número de destinos aumente y que se consolide la trayectoria de crecimiento de las exportaciones.

Número de empresas exportadoras



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

Internacionalización de las empresas españolas

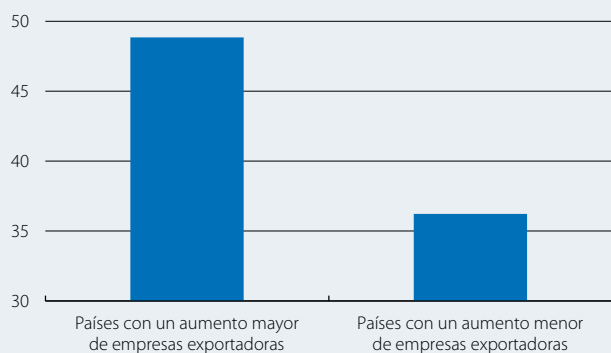
Contribución al aumento de destinos 2010-2012 (%)

EE. UU.	9,2	Chile	2,6
China	5,7	Colombia	2,5
Suiza	4,0	Hong Kong	2,3
México	3,1	Emiratos Árabes Unidos	2,2
Nigeria	2,7	India	2,1

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

Aumento de exportaciones a países de fuera de Europa, 2010-2012

Promedio (millones de euros)



Nota: (*) Los países con aumento mayor/menor de exportadores son los países donde la entrada de empresas españolas entre 2008 y 2010 fue superior/inferior a la media.

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

FOCUS · Situación financiera de las familias en España

Poco a poco se van publicando datos que permiten analizar con detalle el impacto que ha tenido la recesión sobre las finanzas de los hogares. Este es el caso de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de 2011, una fuente de información privilegiada que permite analizar la evolución de la renta, los activos y los pasivos de los hogares en función de varias características.

En 2010, la renta mediana de los hogares era de 25.400 euros, un 8,5% inferior a la del año 2007.⁽¹⁾ Sin embargo, no todos los hogares se vieron afectados por igual: los descensos más importantes se concentraron en los de renta media y baja. Los hogares con una renta situada entre los percentiles 20 y 60 experimentaron un descenso de la renta del 10% aproximadamente en términos reales. En cambio, los hogares con rentas superiores al percentil 80 experimentaron un ligero aumento.

El valor de los activos acumulados por las familias sufrió un importante descenso que, en este caso, sí fue generalizado en todos los tramos de renta. En gran medida, esto fue debido a la pérdida de valor de los activos reales, que es en lo que se concentra la riqueza de los hogares españoles. Concretamente, para el conjunto de los hogares el valor de los activos reales como proporción del valor de los activos totales pasó del 89,1% en el 1T 2009 al 84,4% en el 4T 2011. Es especialmente relevante el cambio que se produjo en los hogares con rentas más elevadas, aquellas superiores al percentil 90. Para estos, parte de la caída del valor de los activos reales se compensó con un aumento de los activos financieros por lo que el descenso del peso de los activos reales fue superior: del 84,2% al 76,2%.

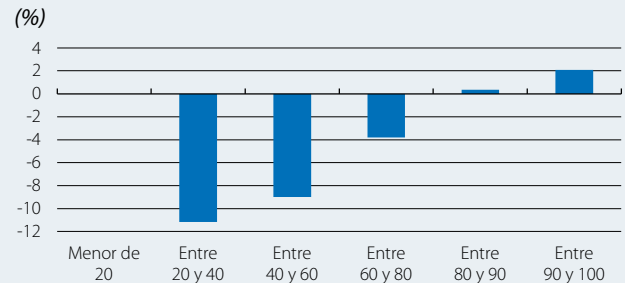
A pesar de que entre el 1T 2009 y el 4T 2011 el valor de los activos ya había empezado a caer, el proceso de desapalancamiento de los hogares todavía no se había iniciado. La deuda pendiente mediana ascendía a 42.900 euros en el 4T 2011 (vs. 38.700 en el 1T 2009), un 62,5% de la cual estaba destinada a la adquisición de la vivienda principal y un 24,4% a la compra de otras propiedades inmobiliarias. La carga financiera, definida como la ratio de pagos por deudas como porcentaje de la renta del hogar, se redujo ligeramente para el conjunto de los hogares, hasta el 18,0% (vs. 19,1% en el 1T 2009), aunque para las rentas más bajas se produjo un notable incremento, del 39,2% al 46,2% concretamente. Finalmente, de la EFF también destaca que entre 2008 y 2011 la proporción de hogares

(1) La mediana (percentil 50) es el valor que, si ordenáramos a todos los conciudadanos de menos a más con respecto a esa variable, dejaría el mismo número de individuos por delante y por detrás. En el análisis del comportamiento de la renta, los activos y los pasivos, la mediana supone una mejor aproximación a los valores más típicos de la distribución que la media ya que, en general, estas variables presentan valores muy elevados para un número relativamente reducido de familias. Esta característica anómala de la distribución afecta a la media, pero no a la mediana.

endeudados se mantuvo alrededor del 50%, y la deuda como proporción de los activos totales aumentó 1,2 p. p., hasta el 11,5%.

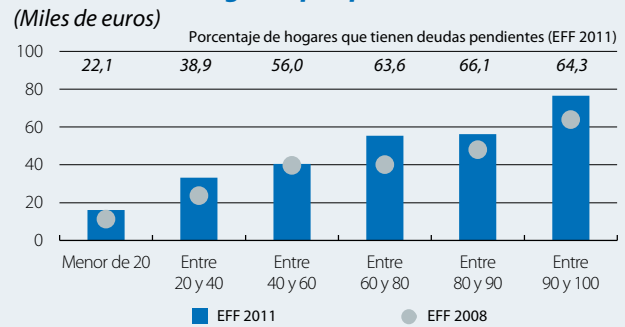
Con los datos publicados solo podemos analizar el impacto inicial de la crisis. Para obtener una visión completa cabrá esperar a la EFF de 2014, que se publicará dentro de tres años. Pero si tenemos en cuenta que en 2011 ya se habían destruido dos terceras partes de los puestos de trabajo que se han acabado perdiendo, tenemos una idea del alcance que probablemente habrá tenido la recesión sobre las finanzas de los hogares españoles.

Variación entre 2007 y 2010 de la renta de los hogares por percentil de renta



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), Boletín Económico del Banco de España (enero 2014).

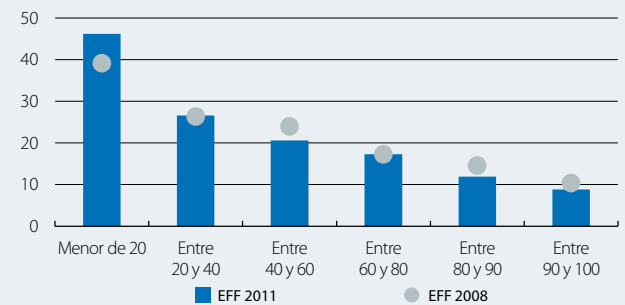
Deudas de los hogares por percentil de renta



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), Boletín Económico del Banco de España (enero 2014).

Carga de la deuda por percentil de renta

Ratio de pagos por deudas/renta del hogar. Mediana (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), Boletín Económico del Banco de España (enero 2014).

FOCUS · Una visión a medio plazo del ajuste fiscal en España

La reducción del déficit público que se ha producido durante los últimos años ha sido notable. Esperamos que 2013 se cierre con un registro próximo al 6,7% del PIB,⁽¹⁾ 4,4 p. p. por debajo del máximo alcanzado en 2009. Hasta la fecha, el ajuste se ha llevado a cabo en un contexto de recesión económica y, por tanto, ha requerido un importante esfuerzo que ha sido reconocido por la comunidad internacional. La reducción de la prima de riesgo es un buen ejemplo de ello. De ahora en adelante, la reactivación económica hará el proceso más llevadero, pero el reto pendiente sigue siendo considerable. Una visión a tres años vista de los determinantes del gasto y de los ingresos públicos puede ayudar a contextualizar su magnitud.

Uno de los principales factores a tener en cuenta en lo que al gasto público se refiere es la reducción del paro, que esperamos que se produzca gracias a la mejora de la actividad económica. De acuerdo con nuestro escenario de previsiones, la reducción del gasto por desempleo podría situarse entre 0,7 y 1,0 p. p. del PIB en los próximos tres años. Sin embargo, el elevado nivel en el que se mantendrá la deuda pública hará que el coste del servicio de la deuda aumente ligeramente y compense parte del ahorro. Otro factor clave será la implementación de la reforma de las administraciones públicas. Según estimaciones del Gobierno, ello podría reducir el gasto público entre el 1,0% y el 1,5% del PIB. Estos factores, y siempre que el peso del resto de partidas se mantenga estable, situarían el gasto público ligeramente por encima del 42% del PIB en 2016.

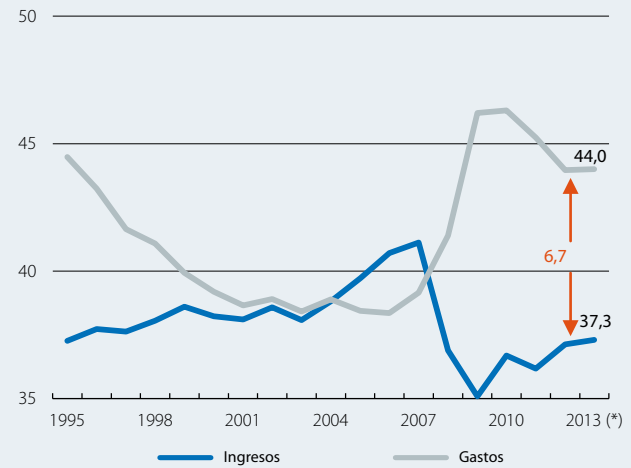
De forma similar, el recorrido de los ingresos públicos parece limitado salvo que la reforma fiscal suponga un cambio drástico en la eficiencia recaudatoria o tenga un impacto importante en el crecimiento económico. El sector inmobiliario, que gozó de un importante protagonismo en los años anteriores a la crisis, difícilmente lo recuperará. De los 4,5 p. p. que cayeron los ingresos tributarios entre 2006 y 2011, un 24% fue debido a una menor recaudación en los impuestos de transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados, altamente ligados a dicho sector. Por otro lado, aunque la recuperación económica mejorará la recaudación tributaria, si nos atenemos a la relación histórica entre esta y el crecimiento del PIB nominal, el impacto probablemente será limitado. En general, un aumento del PIB nominal del 1,0% se ha traducido en un aumento del 1,1% de la recaudación, aunque en momentos de recuperación como el actual este puede ser ligeramente superior. Por tanto, bajo nuestro escenario de crecimiento a medio plazo, si se mantiene el esquema tributario actual, el peso de los ingresos difícilmente superará el 38% del PIB.

En definitiva, el mejor contexto económico y las medidas previstas por el Gobierno ayudarán a que el proceso de consolidación fiscal se mantenga en los próximos años. Pero el reto pendiente sigue siendo importante. Caer en la complacencia es un riesgo que España no se puede permitir.

(1) Antes de contabilizar las pérdidas por ayudas al sector financiero.

Ingresos y gastos públicos

(% del PIB)

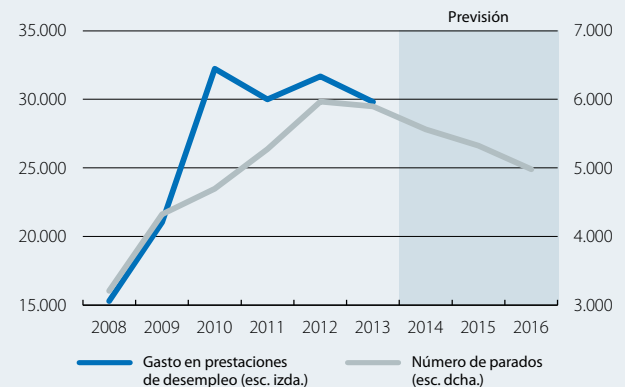


Nota: (*) Previsión "la Caixa" Research.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IGAE.

Gasto en prestaciones de desempleo y número de parados

(Millones de euros)

(Miles de parados)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del SPEE y del MEySS.

PIB nominal e ingresos públicos

Variación anual (%)



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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Industria								
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	-3,9	-2,3	-2,4	0,3	-1,0	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,6	-4,0	-2,5	-0,7	0,9	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-15,9	-15,4	-12,8	-11,6	-9,5	-8,1
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	45,7	47,6	50,5	50,1	...	...
Construcción								
Visados de obra nueva	-42,7	-22,8	-28,0	-27,2	-24,0	-11,9	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,8	7,9	0,6	-9,7	-9,8	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	2,0	5,7	1,6	5,3	4,9	10,8	12,3	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	45,7	46,5	49,3	51,8	...	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	-8,5	-5,0	-1,8	0,4	...	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	-11,1	2,5	8,3	22,6	7,6	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-32,6	-28,7	-20,5	-19,4	-12,4	-14,7

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

Indicadores de empleo

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13	01/14
Afiliados a la Seguridad Social⁽¹⁾									
Sectores de actividad									
Industria	-5,3	-4,3	-5,8	-5,1	-3,9	-2,9	-2,5	-2,2	-1,8
Construcción	-17,0	-12,1	-15,8	-13,8	-10,8	-9,0	-7,6	-7,2	-6,7
Servicios	-1,7	-2,0	-3,0	-2,5	-2,1	-1,4	-0,3	0,5	0,8
Situación profesional									
Asalariados	-3,8	-3,8	-5,1	-4,4	-3,9	-2,7	-1,9	-0,8	-0,3
No asalariados	-1,4	-0,6	-1,4	-1,1	-0,5	0,0	0,4	0,8	1,0
TOTAL	-3,4	-3,2	-4,4	-3,8	-3,3	-2,2	-1,4	-0,5	0,0
Población ocupada⁽²⁾	-4,5	-3,1	-4,6	-3,6	-2,9	-	-1,2	-	-
Contratos registrados⁽³⁾									
Indefinidos	29,7	-14,2	2,3	-29,0	-27,8	-8,6	-6,2	8,3	-2,2
Temporales	-4,0	6,4	-2,4	6,0	7,1	12,8	9,1	23,0	15,9
TOTAL	-1,6	4,0	-2,1	2,0	2,7	10,9	7,8	22,0	14,3
Paro registrado⁽³⁾									
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-4,3	-6,1	-6,4	-7,4	-7,0	-9,6	-7,5
Resto de edades	11,7	3,7	8,4	5,2	2,3	0,3	-1,5	-2,4	-2,9
TOTAL	10,9	2,7	7,1	4,0	1,5	-0,5	-2,0	-3,0	-3,3

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
General	2,4	1,4	2,6	1,7	1,2	0,1	0,2	-0,1
Subyacente	1,6	1,5	2,2	1,9	1,3	0,3	0,2	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	3,3	4,3	6,0	0,7	0,9	...
Productos energéticos	8,8	0,1	4,8	-1,1	-2,1	-1,1	0,0	...

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	3,9	11,9	4,4	1,8	-2,2	2,9
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	-6,9	0,6	-0,6	1,1	-0,4	5,6
Saldo corriente	-11,5	7,1	-2,4	3,8	6,7	7,9	7,8	7,1
Bienes	-25,7	-11,6	-19,1	-13,2	-11,0	-10,8	-11,1	-11,6
Servicios	37,0	40,3	37,6	38,2	38,8	39,7	40,1	40,3
Rentas	-18,7	-16,1	-17,2	-16,2	-16,0	-16,1	-16,2	-16,1
Transferencias	-4,1	-5,5	-3,7	-4,9	-5,2	-4,9	-5,1	-5,5
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-4,9	14,7	4,9	11,9	14,5	15,4	14,8	14,7

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	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-9,6	-10,6	-10,7	-0,7	-3,1	-4,9	...	...
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-8,1	-8,1	-1,1	-3,5	-4,1	-4,1	-4,5
Comunidades autónomas	-3,5	-1,8	-1,8	-0,2	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3
Corporaciones locales	-0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	...	...
Seguridad Social	-0,1	-1,0	-1,0	0,2	0,8	-0,3	-0,2	-0,3
Deuda pública (% PIB)	70,5	86,0	86,0	90,0	92,2	93,4	...	...

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 Banco de España.

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	12/13	Saldo 12/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros⁽²⁾								
Sector privado	-4,0	-7,9	-8,1	-8,3	-8,1	-6,9	-5,8	1.860,3
Empresas no financieras	-4,2	-9,9	-10,6	-10,7	-10,3	-7,9	-6,0	1.072,9
Hogares ⁽³⁾	-3,8	-4,9	-4,4	-4,8	-5,0	-5,4	-5,6	787,4
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	14,9	16,9	18,7	18,4	17,5	13,1	8,7	961,6
TOTAL	0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-1,0	-1,3	2.821,8
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	-4,5	2,1	-0,1	1,8	4,7	2,2	0,8	1.177,4
A la vista	0,2	4,2	0,9	3,2	4,6	8,1	6,4	282,0
De ahorro	-2,8	-0,1	-0,6	-1,1	-0,2	1,4	3,7	206,5
A plazo	-6,7	1,7	-0,9	1,6	5,7	0,2	-2,4	667,5
En moneda extranjera	-4,0	16,8	20,5	22,7	24,1	-0,1	4,3	21,4
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-13,2	-16,8	-20,2	-19,2	-15,3	-12,7	-7,9	136,8
TOTAL	-5,7	-0,2	-2,8	-0,9	2,3	0,5	-0,2	1.314,2
Tasa de morosidad (%)⁽⁶⁾	10,4	13,6	10,5	11,6	12,7	13,6	13,6	-
Tasa de cobertura (%)⁽⁶⁾	73,8	57,7	70,4	65,8	63,8	57,7	57,7	-

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.

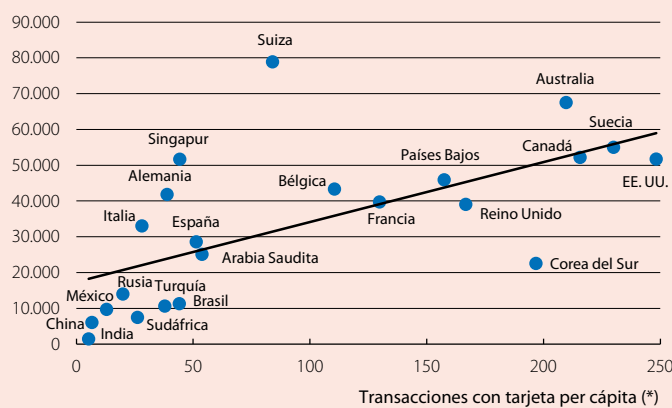
SISTEMAS DE PAGO: PRESENTE Y FUTURO

Los sistemas de pago, una infraestructura clave para el desarrollo económico

En 1328, el Papa Juan XXII envió 60.000 florines en monedas de Roma a Lombardía. A pesar de disponer de una escolta de 150 hombres, la expedición cayó en una emboscada y la mitad del tesoro fue robado. Muchos años después, entre 1567 y 1632, Madrid remitió con éxito 500 millones de florines a los Países Bajos. Es decir, una cantidad muy superior, mediante pagos recurrentes y a mayor distancia, todo ello incurriendo en menores costes y corriendo menos riesgos ¿Cómo fue posible aquella evolución? Fundamentalmente, gracias a que un instrumento de pago ya existente en la Baja Edad Media, la letra de cambio, se integró en un conjunto más amplio de instituciones y relaciones entre agentes económicos. En otras palabras, porque se desarrolló un sistema de pago, entendido como el conjunto de infraestructuras financieras, legales e institucionales que hacen posible las transacciones monetarias entre los diferentes agentes económicos. La universalización de dicho sistema se demostró fundamental para movilizar globalmente los recursos financieros y sufragar la revolución comercial de la Baja Edad Media y del Renacimiento.

Sistema de pago y desarrollo económico

PIB per cápita (*) (en dólares)



Nota: (*) Datos de 2012. Las transacciones con tarjeta incluyen aquellas efectuadas a crédito y débito.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Mundial (World Development Indicators) y del BIS y del Banco de España.

res involucrados: el institucional y el minorista o *retail*. El primero está compuesto principalmente por transacciones de gran envergadura entre instituciones financieras y bancos centrales. Por su parte, el sistema de pago minorista facilita las transacciones monetarias que efectúan particulares y empresas a través de los principales instrumentos de pago: efectivo, cheques, tarjetas de crédito y débito, transferencias bancarias, débito automático (principalmente, domiciliaciones bancarias) y, más recientemente, los efectuados a través de Internet, en especial desde aplicativos móviles.

Si centramos la atención en el sistema de pago minorista, la evidencia empírica apunta hacia una relación positiva entre el nivel de desarrollo y la calidad de un determinado sistema de pago, por un lado, y el crecimiento económico, por otro. Más específicamente, diversos estudios han analizado el impacto económico en tres colectivos de agentes: consumidores, empresas y banca. Por lo que se refiere a los consumidores, mejorar la eficacia y eficiencia de los instrumentos de pago influye de forma directa en los hábitos de consumo de los individuos. Disponer de una estructura de pagos amplia, eficiente y segura dinamiza el comercio de bienes y servicios y otras transacciones entre individuos, dado que favorece la movilización de recursos monetarios de una forma rápida y barata y potencia la confianza del propio consumidor. Adicionalmente, el acceso al recurso del crédito para la adquisición de bienes y servicios permite distribuir las fluctuaciones del consumo de los individuos a lo largo del tiempo, lo cual, a su vez, redundará en una mejora en las decisiones de gasto del consumidor. Las estimaciones de Hasan, De Renzis y Schmiedel⁽¹⁾ para el conjunto de los países de la Unión Europea muestran que, controlando por endogeneidad, los métodos de pago electrónicos son los que tienen un mayor efecto sobre el nivel de renta, a considerable distancia de instrumentos de pago alternativos como el

Esta visión histórica nos recuerda la importancia de las innovaciones financieras, y más concretamente del progreso de los sistemas de pago, en la modernización económica. Sin embargo, aunque la relación entre disponer de sistemas de pago eficientes y el desarrollo económico parece intuitiva y obvia, el hecho de que en los últimos años hayan aparecido nuevos medios con un elevado contenido tecnológico (banca *on-line*, dispositivos móviles, etc.) ha revitalizado la discusión y el análisis en torno a los beneficios agregados, privados y sociales, que generan. Como también ha hecho necesario volver a analizar el sentido de la causalidad entre sistemas de pago y desarrollo económico: ¿la mejora de los sistemas de pagos impacta en el desarrollo económico o es este último el que fuerza la modernización de los sistemas de pago?

Para revisar la cuestión, hay que partir de una primera gran distinción entre los sistemas de pago en función de los actores involucrados: el institucional y el minorista o *retail*.

(1) Hasan, De Renzis y Schmiedel (2013). «Retail Payments and the Real Economy», Banco Central Europeo.

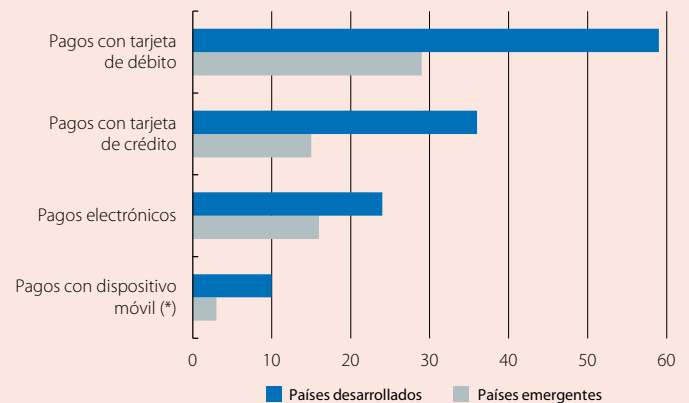
efectivo o los cheques bancarios. Dichas estimaciones avalan que el sentido de la causalidad es el primero de los anteriormente mencionados: la mejora de los sistemas de pagos redundará en un mayor desarrollo económico.

El sector empresarial, por su parte, se beneficia de un sistema de pago eficiente al existir un mayor número de consumidores que disponen de diferentes alternativas de pago rápidas, seguras y eficientes, lo que, a su vez, favorece la inversión empresarial y, en última instancia, al crecimiento económico. Finalmente, un elemento crucial es el papel que las entidades bancarias desempeñan en todo el proceso, toda vez que son las principales proveedoras de métodos y plataformas de pago. La relación entre la adopción de nuevos instrumentos de pago y su impacto sobre el desempeño del sector bancario ha atraído la atención de un gran número de economistas de diversas disciplinas como la macroeconomía, la política monetaria, las finanzas o la banca. En este último ámbito se resalta que la modernización de los canales de pago conlleva notables ganancias en términos de productividad y eficiencia: muchos de los costes derivados de los servicios operativos de mayor recurrencia disminuyen con la introducción de innovaciones técnicas, lo que permite explotar las economías de escala.⁽²⁾ Paralelamente, mejoras en la eficiencia operativa de las instituciones financieras liberan recursos que pueden ir destinados a aumentar su actividad comercial y, con ello, a favorecer la inversión empresarial y el crecimiento en general.⁽³⁾

Siendo positiva la relación entre la modernidad de los sistemas de pago y el desarrollo económico en términos generales, conviene recordar que el pleno aprovechamiento de su potencial dependerá de forma crítica de factores de naturaleza muy diversa, como por ejemplo el nivel de desarrollo de un determinado país, el momento en que se encuentre el ciclo económico,⁽⁴⁾ el grado de profundización y sofisticación del sistema financiero y los mercados de capitales o la calidad de las instituciones jurídico-gubernamentales, entre otros. En este sentido, el estudio de Hasan, De Renzis y Schmiedel pone de manifiesto dos importantes hallazgos: (i) es en los países emergentes o en transición (como Bulgaria, Rumanía o Polonia) donde se observa un mayor impacto sobre el consumo agregado y el PIB derivado de la utilización de métodos de pago electrónicos; (ii) el segmento de los bienes de consumo de ocio es el que reacciona en mayor medida a un aumento en el uso de instrumentos de pago como tarjetas y dispositivos móviles. De forma similar, y a diferencia de los países del bloque desarrollado, las economías emergentes muestran una elevada propensión a utilizar medios de pago tradicionales como el efectivo o los cheques. Algunos economistas como Callado, Hromcova y Utrero⁽⁵⁾ argumentan que ello se debe en buena parte a los elevados costes de intermediación de la banca y la escasa acumulación de capital humano necesaria para desarrollar y difundir las nuevas tecnologías. En suma, los efectos positivos asociados a la modernización y la variedad de los sistemas e instrumentos de pago redundan en mayores niveles de consumo e inversión, lo que favorece el desarrollo y el crecimiento económicos. Sucedió en los lejanos tiempos del Medioevo en unas pocas ciudades europeas, continúa produciéndose en los países avanzados y se repetirá en las economías emergentes a medida que estas se doten de las condiciones mínimas necesarias.

Sistemas de pago utilizados

Adultos (%)



Nota: (*) Es posible que los datos de pagos con dispositivo móvil incluyan otras categorías (p.e., puede que el encuestado considere que un pago con tarjeta de crédito usando un teléfono móvil es un pago con dispositivo móvil).

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Mundial (Global Financial Inclusion Database).

Àlex Ruiz y Carlos Martínez Sarnago

Departamentos de Economía Internacional y Mercados Financieros, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

(2) Véase Hasan, Koetter y Wedow (2009), «Regional Growth and Finance in Europe: Is There a Quality Effect of Bank Efficiency», *Journal of Banking and Finance* vol. 33.

(3) En particular, véanse Berger (2003). «The Economic Effects of Technological Progress: Evidence from the Banking Industry», *Journal of Money, Credit and Banking*. Hasan, Schmiedel y Song (2012). «Return from Retail Banking and Payments», *Journal of Financial Services Research*.

(4) Véase Gual, J. (2009). «El carácter procíclico del sistema financiero». *Revista de Estabilidad Financiera* n. 16, Banco de España.

(5) Véase Callado, Hromcova y Utrero (2009). «Cash, Paper-based and Electronic Payments: a Theoretical Approach», para la aproximación de un modelo teórico de equilibrio con diversos instrumentos de pago: los costes de oportunidad que enfrentan los consumidores condicionan el uso de las diversas alternativas de pago.

La SEPA: un avance hacia la integración de los sistemas de pago europeos

La libre circulación de bienes, servicios, personas y capitales entre los 28 países que forman la UE es, desde hace años, un objetivo central de la Unión Europea al que es impensable renunciar. Los avances políticos han permitido una gradual integración de los distintos mercados nacionales. Sin embargo, siguen existiendo elementos que impiden un mayor nivel de integración. La fragmentación entre los diferentes sistemas de pago nacionales es uno de ellos, aunque probablemente se lograrán importantes avances para unificarlos durante los próximos años mediante la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA, por sus siglas en inglés).

La integración de los sistemas de pago a nivel europeo no es una tarea sencilla, especialmente si tenemos en cuenta que, hasta la fecha, las normas que regulan su funcionamiento a nivel nacional pueden ser muy variadas dentro de la UE. Estas diferencias explican, en parte, el distinto grado de penetración de los instrumentos de pago electrónico (que engloban todos los medios de pago a excepción de las operaciones en efectivo) entre países. En 2010, cerca del 40% de las transacciones en la UE se llevaban a cabo a través de medios de pago electrónicos. Esta cifra difería significativamente de un país a otro, oscilando desde el 65% en Finlandia hasta el 4% en Grecia.⁽¹⁾ Sin embargo, el reducido importe con el que normalmente se efectúan las operaciones en efectivo eleva el peso relativo de los medios de pago electrónicos hasta el 90% del valor total de las transacciones que se realizan en la UE.

El análisis de la composición de los sistemas de pago electrónico a nivel nacional proporciona nuevas evidencias de esta heterogeneidad. Como se observa en el segundo gráfico de la página siguiente, en 2012, el peso de los tres instrumentos de pago más utilizados, transferencias bancarias, domiciliaciones bancarias y tarjetas, era muy distinto en cada país. Así, los tres medios de pago copaban prácticamente la totalidad de las transacciones electrónicas realizadas en los países del Norte de Europa (Finlandia, Dinamarca y Suecia) y en Alemania. En la mayoría de países, el dominio de estos tres sistemas de pago no era tan absoluto, pero tenían un posición claramente preponderante. En Francia e Italia, en cambio, solo representaban el 83,7% y el 82,2% de los pagos electrónicos, respectivamente. En el caso galés, el uso más generalizado de los cheques bancarios, que en 2012 comprendían el 15,5% de todas las transacciones electrónicas, frente al 4,5% en el conjunto de la UE, explica este menor peso.

También entre los tres medios de pago más extendidos en la UE se aprecian diferencias importantes. Un claro ejemplo de ello es el pago con tarjetas, que, si bien en 2012 acumulaba más del 65% del conjunto de transacciones en Suecia, Dinamarca o Portugal, en Alemania suponía tan solo el 17% de ellas. En el país germano, en cambio, las domiciliaciones bancarias representaban cerca del 50% de las transacciones electrónicas.

A pesar de la importante disparidad entre los diversos métodos de pago electrónicos, se observa cierta convergencia durante los últimos años.⁽²⁾ Un claro ejemplo es la gradual pérdida de peso de los cheques bancarios. Lo contrario ocurre con el uso de las tarjetas, que siguen ganando peso relativo en prácticamente todos los países de la UE. El primer gráfico de este artículo muestra la menor variabilidad en el uso de los diferentes métodos de pago entre países que se ha producido durante los últimos años. Que este proceso siga avanzando depende, sobre todo, de la evolución de las preferencias de particulares y empresas, de los avances tecnológicos que puedan tener lugar y de posibles cambios en el entorno regulatorio.

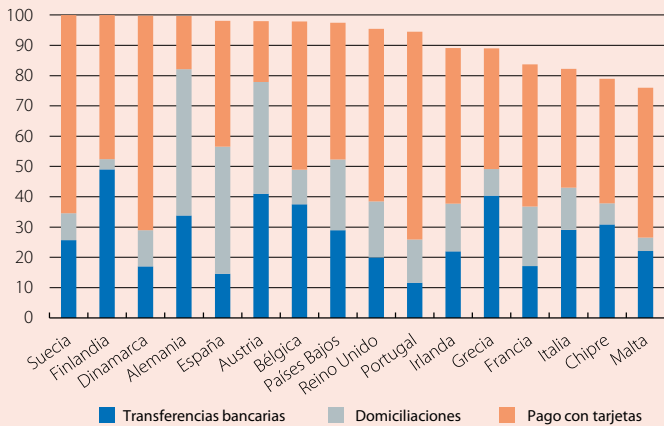
Por lo que se refiere a este último aspecto, la entrada en vigor de la SEPA puede jugar un importante papel como catalizador del proceso de integración de los sistemas de pago a nivel europeo. El objetivo de la SEPA es alcanzar un mercado único de instrumentos de pago para particulares, empresas y administraciones públicas en el que no exista distinción entre las operaciones nacionales y las transfronterizas, dentro del marco geográfico de la SEPA. Para ello, se establecen unas directrices comunes que estandarizan, automatizan y someten a un marco legal armonizado a dos de los tres principales sistemas de pago más utilizados en la UE: las transferencias y las domiciliaciones bancarias. Estas directrices entrarán plenamente en vigor a partir de agosto de 2014 para los países de la zona del euro y, posteriormente, se ampliarán al resto de países que formarán parte de la SEPA (los miembros de la UE que no pertenecen a la eurozona, además de Islandia, Liechtenstein, San Marino, Noruega, Mónaco y Suiza).

(1) Véase Schmiedel, H., Kostova, G. y Ruttenberg, W., «The social and private costs of retail payment instruments: a European perspective», Occasional Paper Series, No 137, September 2012.

(2) Martikainen, E., Schmiedel, H., y Takalo, T., «Convergence in European Retail Payments», Occasional Paper Series, No 137, June 2013.

Peso de los tres principales sistemas de pago de la UE

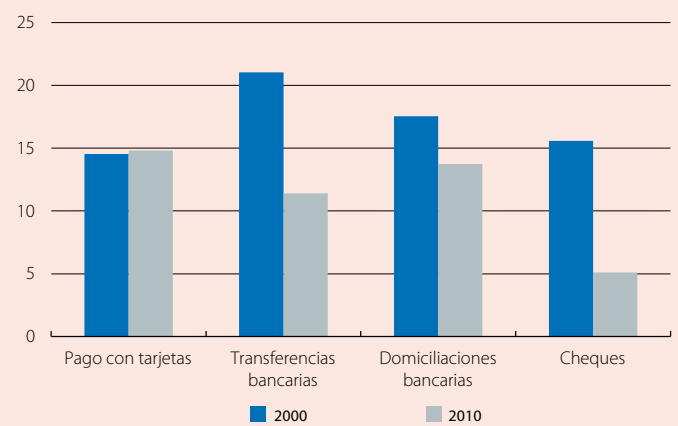
Total de transacciones electrónicas (%)



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

Grado de divergencia en el uso de los medios de pago electrónicos

Desviación estándar del peso de los medios de pago entre países



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

Los beneficios potenciales que se derivan de la correcta implementación de la SEPA son numerosos y los podemos dividir en tres grupos. En primer lugar, la equiparación de los pagos nacionales y transfronterizos reducirá el coste de estos últimos y facilitará, por tanto, las relaciones entre agentes económicos de distintos países. De hecho, una sola cuenta bancaria será suficiente para efectuar y recibir todos los pagos dentro de los países bajo el paraguas de la SEPA, independientemente de cuál sea el país de origen y el de destino. En segundo lugar, la armonización de la normativa de los sistemas de pago aumenta el mercado potencial al que se dirigen los proveedores de estos instrumentos, lo que les permite explotar economías de escala, a la vez que favorece la competencia entre ellos, con los beneficios que ello conlleva para los usuarios y las mejoras de eficiencia del sistema. Se espera, por tanto, una mayor convergencia de precios entre los distintos medios de pago, lo que, en última instancia, debería favorecer también una mayor similitud en el uso de los distintos medios de pago entre países. Ya por último, la introducción de la normativa SEPA también incentivará la innovación y reforzará la seguridad de los sistemas de pago, una condición básica para su buen funcionamiento.

Sin duda, la creación de la SEPA permitirá avanzar hacia la armonización de los sistemas de pago en Europa. No obstante, este proyecto no basta para garantizar una plena integración de los sistemas de pago a nivel europeo. En el horizonte se vislumbran algunos retos que deberán superarse. Destaca, entre los más urgentes, la finalización del marco regulatorio para el pago con tarjeta. Hasta la fecha, solo se han diseñado las líneas maestras de dicho marco y se ha potenciado la adopción de tarjetas con chip y código secreto que ofrecen una mayor seguridad que sus predecesoras. Sin embargo, la importancia cada vez mayor de las tarjetas entre los principales sistemas de pago en el ámbito europeo apremia a la concreción de una normativa común para estas.

Un segundo reto que cabe abordar es la incorporación en el espacio SEPA de los nuevos métodos de pago, como pueden ser los pagos *on-line* (eSEPA) o vía teléfono móvil. En este aspecto, el marco regulatorio debe ser suficientemente flexible para adaptarse rápidamente a la aparición de nuevos instrumentos de pago. De esta forma, se evitará la creación de 34 mercados nacionales distintos que posteriormente deberán migrar a un espacio común. Ya por último, es importante eliminar las posibles barreras que dificulten la entrada de nuevos competidores a los distintos mercados nacionales.

Por tanto, la creación de la Zona Única de Pagos en Euros (SEPA) es un primer paso significativo hacia una integración de los sistemas de pago europeos. Un proceso que, de completarse con éxito, mejorará el funcionamiento de los instrumentos de pago y favorecerá, por tanto, las relaciones económicas entre los países europeos.

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

Nuevos sistemas de pago: un gigante en el horizonte

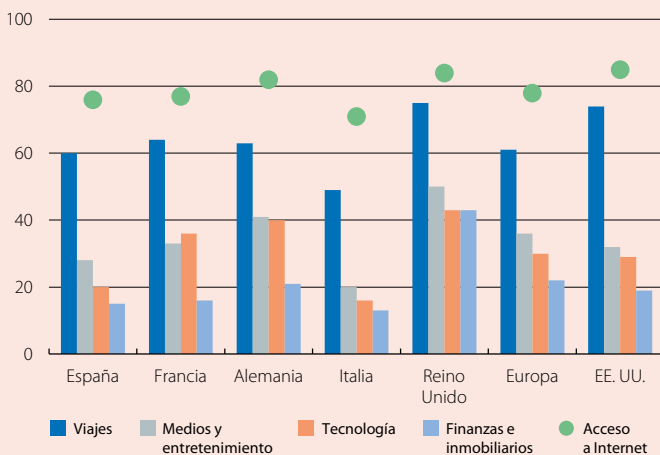
El panorama en la industria de los sistemas de pago ha cambiado sustancialmente en los últimos años con la adopción de nuevas tecnologías y la entrada de nuevos proveedores como PayPal, Apple o Google. La expansión del comercio *on-line* y la penetración en el uso de *smartphones* (teléfonos inteligentes, literalmente) ha supuesto un acicate para la introducción de nuevos sistemas de pago, innovadores, eficientes y, a la vez, seguros. ¿De qué métodos de pago estamos hablando y qué diferencias de utilización existen entre países? ¿Facilita el actual marco regulador el desarrollo de los nuevos sistemas de pago? Vayamos por partes.

Cada vez es más habitual efectuar compras *on-line* gracias a las nuevas tecnologías de comunicación. Según la Comisión Europea (CE), en torno al 4% del volumen total de transacciones minoristas en Europa se llevan a cabo por Internet y por el móvil.⁽¹⁾ Por lo que respecta a algunos productos y servicios, como es el caso de los viajes (billetes de avión, tren, etc.), las compras por Internet superan el 50% del total de compras en este sector en España y en la mayoría de países europeos (véase el primer gráfico). Reino Unido, Alemania o EE. UU. parecen ir un paso por delante del resto en cuanto a compras *on-line* se refiere, lo que va ligado también a un mayor acceso de la población a Internet (por encima del 80%). El número de consumidores por Internet en Europa ha crecido de 141 millones en 2009 a 190 millones en 2014 (un 35% más), mientras que el gasto promedio por comprador ha aumentado de 500 a 600 euros al año.⁽²⁾ En cuanto al uso de teléfonos inteligentes en España, todavía queda un largo recorrido de mejora, con un grado de penetración del 55% de la población en 2013. A nivel mundial, se estima que los pagos con móvil habrán aumentado 10 veces entre 2010 y 2014 (de 100.000 millones de dólares a 1 billón de dólares).

El hecho de que cada vez sea más común comprar *on-line* ha incentivado la aparición de nuevos sistemas de pago como el dinero electrónico. El dinero electrónico o *e-money* es un equivalente digital del dinero metálico, que se almacena en un dispositivo electrónico (un ordenador, un móvil o una tarjeta) y que se acepta como medio de pago entre usuarios. La cuenta o tarjeta de *e-money* se carga a través de la cuenta bancaria, mediante una simple transferencia, o de la tarjeta de crédito a la cual está vinculada. A pesar de su potencial, los datos indican que, a día de hoy, todavía hay un volumen muy bajo de transacciones realizadas con dinero electrónico (véase el segundo gráfico), y que el valor promedio de estas también es muy bajo. Pocos consumidores compran productos con este medio y, cuando lo hacen, desembolsan cantidades pequeñas (aunque hay diferencias notables entre países). Los consumidores, a pesar de utilizar Internet y el móvil con frecuencia para comprar, continúan pagando, de forma mayoritaria, con tarjetas de crédito o de débito tradicionales o mediante transferencia bancaria. Y es que, a pesar de que los nuevos sistemas surgieron, principalmente, para ofrecer al consumidor una mayor seguridad en sus pagos *on-line*, con el tiempo, los usuarios han ido reduciendo su aversión a utilizar la tarjeta por Internet (ya sea porque tienen ahora una mayor confianza en Internet, o bien porque estas tarjetas tradicionales también han ganado en seguridad antifraude, al requerir, por ejemplo, dobles autentificaciones mediante PIN y mediante un código que el cliente recibe por SMS cuando formaliza la compra). Esto puede explicar por qué en algunos países, como los Países Bajos o Alemania, el volumen de transacciones con *e-money* ha caído en los últimos años.

Productos y servicios más comprados en Internet

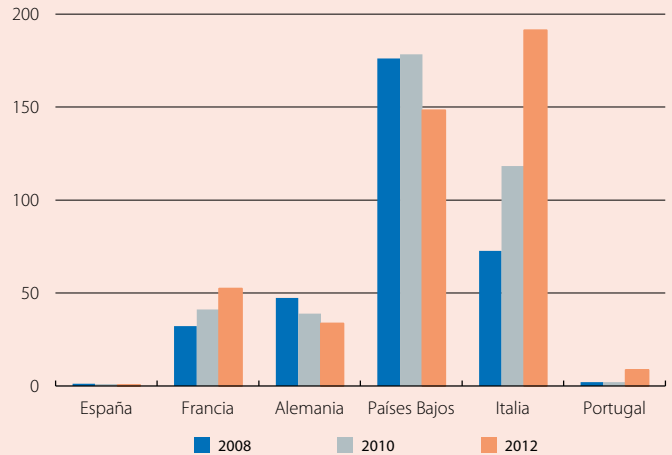
Compras on-line sobre total compras y acceso a Internet (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Google y de Consumer Barometer 2013.

e-money: número de transacciones

(Millones)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de ECB Blue Book (agosto de 2013).

(1) Comisión Europea. Libro verde. Hacia un mercado europeo integrado de pagos mediante tarjeta, pagos por Internet o pagos móviles. Bruselas: 2012. <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0941:FIN:ES:PDF>>. [Consulta: febrero 2014].

(2) Ibid.

Uno de los medios de pago que utiliza *e-money* más novedosos y populares son las *digital wallets* (carteras digitales). Aunque se trata de un producto en constante innovación y, por tanto, de difícil caracterización en general, se podría definir como cuentas virtuales donde se deposita una pequeña cantidad de dinero para poder realizar compras *on-line*. Lo único que hay que hacer previamente es vincular la cuenta bancaria o la tarjeta de crédito a esta «cartera» nueva, y así poder transferir el dinero necesario antes de comprar. PayPal o Google, por ejemplo, ofrecen este servicio a nivel global a través de Internet o de un teléfono inteligente (otras compañías operan de un modo similar a nivel local, como es el caso de Alipay en China). ¿Cuál es su utilidad? La seguridad ante todo: permiten comprar por Internet sin facilitar los datos de la tarjeta de crédito a los comercios. Otro innovador sistema de pago electrónico es Bitcoin, que funciona de un modo similar a una cartera digital, en este caso sin intermediarios (de usuario a usuario), y que, al mismo tiempo, es una moneda digital (véase el siguiente artículo del Dossier para más detalle).

Las entidades financieras también han desarrollado modelos similares a las carteras digitales, aprovechando sus mayores economías de alcance (sinergias entre productos, uso del *know-how*, etc.). Un ejemplo son las tarjetas electrónicas o virtuales exclusivas para operar por Internet (también conocidas como tarjetas prepago o cyber tarjetas). Se trata de pequeñas huchas virtuales, separadas del resto de ahorros, en las que se deposita una pequeña cantidad de dinero para gastar en compras *on-line*. Al igual que las *digital wallet*, su utilidad se basa en que permiten comprar por Internet sin necesidad de compartir datos sobre la tarjeta de crédito o la cuenta bancaria, y minimizan el riesgo de pérdidas por fraude, al cargarla únicamente con el importe necesario para efectuar la compra del producto deseado. Las entidades financieras cuentan con potentes plataformas digitales desarrolladas para ofrecer servicios bancarios en línea y que facilitan las transferencias de fondos de una cuenta a la otra y, de esta manera, incrementan la comodidad de uso de las tarjetas electrónicas y del consumo por Internet o móvil. En el caso de CaixaWallet, la cartera digital de "la Caixa", el usuario puede decidir en cualquier momento, a través de Línea Abierta, a qué cuenta o tarjeta desea conectar su cartera digital, y activarla o desactivarla según le convenga.

Más allá del dinero electrónico, también han surgido nuevos sistemas de pago ligados a los teléfonos inteligentes. En este ámbito de los *m-payments*, destaca el uso de la tecnología NFC (*Near Field Communication*) que están utilizando entidades financieras en colaboración con empresas de telefonía y que permite realizar pagos acercando el móvil, con la información sobre el titular de la cuenta insertada en la tarjeta SIM, al TPV (terminal punto de venta) de un comercio. Algunas entidades han optado por las *PayTags*: un chip o tarjeta-chip vinculado a las tarjetas de crédito, de débito o de prepago, que se incrusta en el reverso del móvil y que también permite realizar pagos mediante tecnología *contactless*, o sin contacto. Por otro lado, existen aplicaciones de móvil que actúan como carteras digitales, almacenando los datos de una tarjeta y transformando esta información en un código de barras que luego se escanea para efectuar el pago (como hacen Lemon Wallet o Google Wallet). Se puede argumentar que algunos de estos métodos de pago representan, en la práctica, una evolución de la tarjeta de crédito tradicional (que también ofrece ya una operativa sin contacto).

El marco regulador también está en proceso de adaptación a la realidad de los nuevos medios de pago. En Europa no existe todavía un marco global que integre los mecanismos de pago electrónicos. Sí que se ha producido una mayor convergencia en el mercado de las domiciliaciones y de las transferencias bancarias en Europa (véase el artículo «La SEPA: un avance hacia la integración de los sistemas de pago europeos» del presente Dossier), pero en cambio, esta aún no se ha dado para el mercado de pagos por Internet, móvil y tarjeta. En este contexto, la CE elaboró en 2012 un *Green Paper*, un documento consultivo con la industria, los consumidores y los comerciantes, con el fin de debatir e identificar aquellos obstáculos que dificultan una mayor integración.⁽³⁾ Algunos de los aspectos señalados fueron las diferencias existentes entre pagos transfronterizos y nacionales (o interoperabilidad), el funcionamiento de las relaciones consumidor-comerciante (uso de descuentos, recargos y otras prácticas similares), o las comisiones de intercambio entre proveedores de servicios de pago. La conclusión es que hace falta una mayor cooperación y armonización de los actuales estándares europeos, que engloben las tecnologías tradicionales (tarjetas de crédito) y emergentes (Internet o móvil). Por otro lado, también es necesaria una mayor coordinación entre los reguladores de distintos mercados como el de las telecomunicaciones, la banca e Internet.

Hace décadas, el paleontólogo Stephen Jay Gould hizo famosa una teoría de equilibrio evolutivo. Según esta, el cambio evolutivo ocurre relativamente rápido, pero alternado con largos periodos de estabilidad. Comprobó que, tras siglos sin cambios, el oso panda había desarrollado en pocas generaciones un «pulgar» para arrancar mejor las hojas de los tallos de bambú. De un modo similar, la industria de los sistemas de pago tradicionales, más basada en el uso físico del dinero, parece destinada a dar paso a los nuevos sistemas de pago basados en instrumentos electrónicos y dinero electrónico. Un cambio de rasante, estructural, que puede consolidarse en muy pocos años.

Gerard Arqué

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

(3) Ibid.

Bitcoin: ¿burbuja especulativa o moneda del futuro?

Están siendo semanas complicadas para el *bitcoin*, la moneda virtual creada en el año 2009 por un programador anónimo conocido por el pseudónimo de Satoshi Nakamoto. La principal característica de esta moneda es su sistema de pago *peer-to-peer* (usuario a usuario, sin intermediarios), basado en un *software* de código abierto administrado por una comunidad de voluntarios. No existen una autoridad ni bancos centrales que gestionen el sistema ni nadie que sea su propietario. Su aceptación como medio de pago dependerá, en última instancia, de la confianza que genere la moneda. Su seguridad, sin embargo, se ha puesto en entredicho con la desaparición de MtGox, hasta ahora la principal plataforma de intercambio y custodia de *bitcoins*, víctima de un robo masivo por parte de *hackers*.

Operar con *bitcoins* requiere que las dos partes de una transacción dispongan de cuentas Bitcoin, denominadas *bitcoin wallets*. Para transferir la moneda, el vendedor debe proporcionar su clave al comprador y este le remite los *bitcoins* utilizando un aplicativo de *software*. La red de usuarios de Bitcoin pone a disposición del sistema el poder de computación de sus ordenadores para verificar que el vendedor sea el propietario legítimo de los *bitcoins* transferidos y para anotar la transacción efectuada en un registro. Este proceso, que pretende garantizar la seguridad del sistema, requiere encontrar la solución a un complejo problema matemático y puede tomar desde un minuto hasta una hora para transacciones de volumen muy elevado. Los usuarios que contribuyen a la resolución de este problema son recompensados con nuevos *bitcoins* (lo que se denomina «minería digital»).

También es posible adquirir *bitcoins* a través de las diversas plataformas de intercambio que existen y que operan en tiempo real. Tras el fulminante cierre de MtGox, Bitstamp se ha erigido en la plataforma más popular de custodia y de intercambio de *bitcoins* por otras monedas.

Una moneda virtual como el *bitcoin* puede comportar varias ventajas. En primer lugar, sus bajos costes de transacción en comparación a las comisiones en los pagos con tarjetas de crédito o los costes asociados a una transferencia bancaria. Sin embargo, la seguridad que ofrece el sistema Bitcoin no es aún comparable a la de los sistemas de pago tradicionales (es un sistema más vulnerable, por ejemplo, al robo a través de ataques informáticos). Otra característica valorada por los usuarios (especialmente por los que se dedican a actividades ilegales) es la práctica anonimidad en las transacciones y el hecho de que no sea necesario compartir números de cuenta bancaria o datos de una tarjeta de crédito. Además, los usuarios tienen la posibilidad de generar múltiples direcciones Bitcoin para diferenciar y aislar cada transacción. Finalmente, otro de los atractivos del sistema es que ha sido diseñado de modo que la oferta de *bitcoins* (número total de unidades en circulación) crecerá a un ritmo predeterminado hasta alcanzar un máximo de 21 millones (la oferta actual es de 12,3 millones de unidades). Este compromiso a limitar la oferta de moneda en circulación, en contraste con la práctica de los bancos centrales que aumentan de forma continuada la oferta monetaria, pretende anclar el valor de la moneda a largo plazo y, de esta manera, fomentar su papel como reserva de valor y su uso como medio de intercambio.

El uso del *bitcoin* como medio de intercambio es todavía muy limitado. Actualmente se realizan, en promedio, unas 42 transacciones por minuto (Visa lleva a cabo más de 165.000 por minuto). Aun así, la cotización del *bitcoin* aumentó espectacularmente durante 2013, con una gran volatilidad asociada: desde 10 dólares/BTC hasta más de 1.200 dólares/BTC. Actualmente, la cotización se encuentra ligeramente por debajo de los 550 dólares/BTC tras los ataques sufridos por parte de *hackers* en algunas de las plataformas de intercambio de *bitcoins* y el cierre de MtGox. La primera transacción con *bitcoins* se realizó en el año 2010: dos pizzas por 10.000 BTC. El precio de estas pizzas a la cotización actual del *bitcoin* sería cercano a 5,5 millones de dólares.

La cotización del *bitcoin* refleja, fundamentalmente, la especulación sobre su valor futuro. Como toda moneda fiduciaria, aquella que no está respaldada por metales preciosos, el *bitcoin* tendrá valor a largo plazo en la medida en que sea comúnmente aceptado como medio de intercambio y reserva de valor. Cuanto mayor sea su aceptación, más tenderá a valer (en su equivalente en dólares o euros) dada una cantidad de *bitcoins* en circulación. Pero el grado de aceptación futuro es una gran incógnita. La fuerte volatilidad de su cotización refleja, en buena medida, cambios en la percepción sobre dicho grado de aceptación. El día que Ben Bernanke, por ejemplo, declaró en el Senado de los EE. UU. que el *bitcoin* podía ser una promesa de futuro, su cotización se disparó por encima de los 1.000 dólares. Días más tarde, cuando las autoridades chinas prohibieron a los bancos de ese país procesar pagos en *bitcoins*, su cotización se desplomó por debajo de los 600 dólares. Las prohibiciones por parte de Tailandia y Corea de utilizar el *bitcoin* en estos países también provocaron, en su día, un efecto adverso en su cotización.

Más recientemente, los ataques sufridos por algunas plataformas de intercambio de *bitcoins* han provocado la suspensión de los reembolsos en tres plataformas de intercambio (MtGox, Bitstamp y BTC-e) y la caída de la cotización desde los 900 dólares/BTC hasta los 550 dólares/BTC. La operativa en Bitstamp y BTC-e se recuperó con normalidad a los pocos días de su suspensión, pero Mt Gox ha cesado su operativa de forma indefinida y ha dejado atrapados a cientos de miles de usuarios que disponían de unos 744.000 *bitcoins* en la plataforma, equivalentes a más de 400 millones de dólares a la cotización actual.

Además de la vulnerabilidad al robo informático, el *bitcoin* cuenta con una desventaja importante frente a otras monedas fiduciarias: nadie está obligado, por ley, a aceptarlo. Es decir, no es de curso legal y no cuenta con el apoyo de un Estado que la haya declarado aceptable como medio de cambio y forma legal de cancelar deudas (incluyendo el pago de impuestos). Por otra parte, el *bitcoin* también está sujeto a la competencia de otras monedas virtuales. Dichas monedas parecen destinadas a adquirir un mayor protagonismo ante el progresivo aumento del uso de Internet y de las redes sociales, el mayor volumen de comercio electrónico y la proliferación de bienes digitales.

Es posible que entidades financieras tradicionales y grandes empresas tecnológicas quieran introducir sus propios sistemas de monedas virtuales. Para que estos sistemas puedan lograr una aceptación generalizada, deberán tener algunas de las principales virtudes del *bitcoin* (medio de cambio ágil y con bajos costes de transacción) y generar la confianza suficiente para que el tipo de cambio frente a las divisas de curso legal mantenga una cierta estabilidad. Estos sistemas, potencialmente más seguros, rápidos y con menores costes de transacción (en cuanto a menor consumo de energía o memoria informática) y que permitirían inspirar más confianza, podrían imponerse y provocar un desplome del valor de los *bitcoins* en circulación. Serán una prueba de fuego para los *bitcoins*, tanto si cotizan a 1.000 dólares como a 100.

Evolución de la cotización del bitcoin

(Dólares / bitcoins)



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

Antonio Escoda

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



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

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

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

Consejo Asesor

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
- Marta Reynal-Querol
Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart
IESE Business School
- Xavier Sala-Martín
Columbia University
- Jaume Ventura
CREI - Universitat Pompeu Fabra

GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES a 31 de diciembre de 2013

Actividad financiera

	MILLONES €
Recursos totales de clientes	304.636
Créditos sobre clientes	206.479
Resultado atribuido al Grupo	745

Actividad comercial y medios

Clientes (millones)	13,6
Empleados	33.291
Oficinas	5.730
Terminales de autoservicio	9.597

Obra Social: presupuesto por actividades para 2014

	MILLONES €
Sociales	335
Ciencia y medio ambiente	66
Culturales	64
Educativas e investigación	35
TOTAL PRESUPUESTO	500

Publicaciones

Todas las publicaciones del Área de Estudios y Análisis Económico "la Caixa" están disponibles en Internet: www.lacaixaresearch.com
Correo electrónico: publicacionestudios@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", 2014

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

Diseño y producción: www.cege.es
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

