

IM 11

INFORME MENSUAL

NÚMERO 373 | NOVIEMBRE 2013



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

El MARF: una apuesta por la renta fija corporativa

ECONOMÍA INTERNACIONAL

¿Son de temer las consecuencias del debate fiscal en EE. UU.?

UNIÓN EUROPEA

La creación de empleo llegará a distintas velocidades

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Vuelve el capital extranjero

DOSSIER: LOS RETOS DEL SISTEMA DE PENSIONES

Reformar las pensiones en tiempos de crisis: recetas diversas para afrontar retos similares

Pensiones privadas: un complemento al sistema público de pensiones

La reforma de las pensiones en España: necesaria... ¿y suficiente?

Soluciones financieras para la jubilación: algo más que meros productos

INFORME MENSUAL

Noviembre 2013

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:

informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionsestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de octubre de 2013

 "la Caixa" Research

• 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 MARF: una apuesta por la renta fija corporativa*

10 *Estabilidad financiera global: progresa adecuadamente*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

15 *Nuevas previsiones del FMI: prudencia constructiva*

16 *¿Son de temer las consecuencias del debate fiscal en EE. UU.?*

18 UNIÓN EUROPEA

21 *La creación de empleo llegará a distintas velocidades*

22 *¿Riesgo de deflación en la eurozona?*

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

27 *PGE 2014: el esfuerzo de consolidación fiscal se reduce*

28 *Comercio electrónico: un mercado en expansión*

29 *Vuelve el capital extranjero*

32 DOSSIER: LOS RETOS DEL SISTEMA DE PENSIONES

32 *Reformar las pensiones en tiempos de crisis: recetas diversas para afrontar retos similares*

Àlex Ruiz

34 *Pensiones privadas: un complemento al sistema público de pensiones*

Antonio Escoda Viladomiu

36 *La reforma de las pensiones en España: necesaria... ¿y suficiente?*

Maria Gutiérrez-Domènech y Joan Daniel Pina

38 *Soluciones financieras para la jubilación: algo más que meros productos*

EDITORIAL

PENSIONES: UNA REFORMA CLAVE

El dossier de este mes aborda una de las cuestiones centrales para la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas de los países desarrollados: el diseño y la gestión de los sistemas de pensiones, pieza angular del estado del bienestar.

La necesidad de reformar los sistemas públicos de pensiones es consecuencia tanto de la evolución esperada de la demografía en las economías avanzadas, como de los problemas de diseño que tienen los sistemas de reparto.

En cuanto a la evolución demográfica, salvo que se registrasen cambios muy significativos en los flujos migratorios o las políticas de apoyo a la natalidad, la perspectiva es de un envejecimiento paulatino pero inexorable de la población, con lo que ello comporta de empeoramiento de la ratio de dependencia, es decir, del número de pensionistas por trabajador en activo.

Respecto al diseño, los sistemas de reparto son mecanismos eficientes para asegurar colectivamente riesgos como el de longevidad. Pero su carácter parcialmente redistributivo los sitúa en el centro del debate político y, a menos que existan salvaguardas legales muy estrictas, es fácil que se tiendan a fijar unos niveles de prestaciones con una rentabilidad implícita superior a la rentabilidad real generada por la economía, que no es otra, al fin y al cabo, que la que deriva de la creación de empleo y de la evolución de la productividad del trabajo.

La mayoría de las reformas que se han introducido en los países occidentales a lo largo de los últimos años han tratado de garantizar la viabilidad de los sistemas públicos incorporando mecanismos más o menos automáticos que ajusten las prestaciones del sistema, tanto a la evolución de la demografía como a la disponibilidad de recursos efectivamente generados por la economía. Idealmente, además, las reformas también han tratado de modificar el comportamiento de los agentes, ya sea en la decisión de la duración de su vida laboral, como en relación con la participación en el mercado de trabajo. La reforma que se está discutiendo en España se enmarca en este contexto.

En algunos países las reformas han ido más allá, tratando de promover los planes de pensiones privados como complemento a las pensiones públicas. Las pensiones privadas se fundamentan en sistemas de acumulación, estimulan por tanto el ahorro, y las prestaciones dependen de la rentabilidad de los activos en los que se han invertido los recursos acumulados. Por definición, por tanto, son sistemas que no son redistributivos y en los que las prestaciones no pueden exceder los fondos efectivamente generados. También tienen, como es bien sabido, sus contraindicaciones, entre las que destacan los costes de administración y el riesgo asumido, puesto que las prestaciones dependen de la volatilidad de los activos en los que se invierte.

Sea como fuere, es interesante señalar algo que a menudo se obvia cuando se plantea la disyuntiva entre pensiones públicas y privadas. Más allá de las connotaciones políticas, su coexistencia tiene un sentido económico claro. El sistema público se fundamenta en los rendimientos de un activo central para cualquier economía, como es su fuerza laboral. Las prestaciones dependen, en último término, del crecimiento del empleo y el salario real. Por el contrario, los sistemas privados dependen de los rendimientos de activos financieros, básicamente bonos y acciones. La experiencia histórica demuestra que la correlación entre todos estos activos es muy baja, cuando no negativa. El sentido común y las normas básicas de diversificación financiera sugieren, por tanto, que lo prudente para las economías desarrolladas es fundamentar sus sistemas de pensiones en una combinación de ambos modelos, máxime cuando los sistemas de acumulación permiten también diversificar el riesgo accediendo a activos financieros internacionales.

Jordi Gual
Economista Jefe
31 de octubre de 2013

Cronología

ABRIL 2013

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

MAYO 2013

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

JUNIO 2013

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

JULIO 2013

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

SEPTIEMBRE 2013

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

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.

Agenda

NOVIEMBRE 2013

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

DICIEMBRE 2013

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 5 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- Índice de producción industrial (octubre).
- 17 Encuesta trimestral del coste laboral (tercer trimestre).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (octubre).
- Comité del Mercado Abierto de la Fed.
- 19 Consejo Europeo.
- 20 Comercio exterior (octubre).
- 23 Ingresos y gastos del Estado (noviembre).
- 27 Balanza de pagos (octubre).
- Posición de inversión internacional neta (tercer trimestre).
- 30 Saldo AA. PP. (tercer trimestre).

RESUMEN EJECUTIVO

MÁS OPTIMISMO

La tónica optimista domina el mes de octubre apoyada por factores económicos, monetarios y políticos. Los indicadores adelantados de actividad confirman la recuperación gradual de las economías avanzadas, mientras que los emergentes reducen su velocidad de crucero, aunque cada vez parece más improbable que se produzca el hasta ahora temido aterrizaje brusco. El mejor tono económico se explica, en parte, por la continuidad de las políticas monetarias expansivas: la Fed ha aplazado el inicio de la reducción de estímulos, el Banco de Japón continúa con su plan de compra de activos y el BCE hace hincapié en la continuidad de su política monetaria expansiva. En el plano político e institucional, también se han logrado avances importantes, entre los cuales destacan los progresos en materia fiscal en EE. UU. o la publicación de la hoja de ruta para la evaluación de la banca europea por parte del BCE. Sin embargo, tal y como alerta el FMI en su informe sobre perspectivas de la economía mundial, el mayor riesgo de la recuperación global es que no se logren implementar las reformas estructurales que aseguren un crecimiento sostenible.

Los países emergentes se estabilizan pero deben corregir sus desequilibrios macroeconómicos. Las salidas de capitales de los emergentes que se iniciaron este verano se han detenido en gran medida. Las condiciones financieras de estos países, especialmente de los más vulnerables, se han normalizado, sin duda gracias al aplazamiento del *tapering* de la Fed. Sin embargo, tarde o temprano la Fed normalizará su política monetaria, por lo que las tensiones podrían resurgir, especialmente si estas economías no toman medidas creíbles para corregir sus desequilibrios macroeconómicos. China, por otra parte, no deja de sorprender con su capacidad de crecimiento: en 3T anotó un avance del 7,8% interanual, superando todas las previsiones. De todos modos, el gigante asiático también necesita implementar reformas estructurales y, lo que quizás sea más importante, impulsar un reequilibrio hacia un crecimiento basado más en el consumo que en la inversión.

En EE. UU. el *shutdown* tiene un impacto limitado pero la Fed decide retrasar el *tapering*. En octubre, EE. UU. centró buena parte de la atención en la escena económica mundial. Por una parte, se desbloquearon las negociaciones acerca del presupuesto federal y el techo de deuda, lo que garantiza el funcionamiento de la Administración hasta

enero y la suspensión del techo de endeudamiento hasta febrero y, por otra, la Fed retrasó la retirada de los estímulos monetarios. Se estima que el cierre parcial de la Administración durante diecisiete días, el *shutdown*, tuvo un impacto limitado sobre el crecimiento económico, por lo que nuestras previsiones de crecimiento del PIB para 2013 y 2014 se mantienen inalteradas. Sin embargo, los últimos datos económicos, más débiles de lo esperado, probablemente forzarán a la Fed a posponer la reducción del ritmo de compra de activos hasta 1T 2014. Los efectos en los mercados no han tardado en materializarse, de manera especialmente evidente en la renta variable, con los índices bursátiles en máximos.

La recuperación de la eurozona sigue en marcha respaldada por los avances hacia la unión bancaria. Durante el mes de octubre, los indicadores adelantados de actividad han seguido el guion esperado, permaneciendo en zona expansiva y señalando una recuperación lenta y a distintas velocidades entre el centro y la periferia. Por otro lado, la inflación ha sorprendido a la baja (0,7% en octubre). Dado que esta caída de la inflación responde a factores coyunturales y transitorios como, por ejemplo, la baja utilización de la capacidad productiva o el elevado paro en algunos países, esperamos que aumente ligeramente a medida que la actividad económica gane tracción. La recuperación de la eurozona viene respaldada por los primeros pasos hacia la implementación del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) de la banca europea. En este sentido, el BCE hizo pública la hoja de ruta del proceso de evaluación de los balances bancarios de las principales instituciones financieras, un proceso que se iniciará en noviembre de 2013 y finalizará en octubre de 2014, justo antes de la puesta en marcha del MUS.

España abandona la recesión. El ligero avance del PIB en 3T 2013 (0,1% intertrimestral) confirma el fin de la recesión tras nueve trimestres de contracción. La demanda externa sigue siendo el principal apoyo del proceso de recuperación. Los buenos datos de empleo, impulsados por el sector turístico y el resto de servicios, apoyan un escenario de estabilización gradual del mercado laboral. Además, el descenso de la prima de riesgo y las importantes entradas de capitales en forma de inversión extranjera directa e inversión en cartera invitan al optimismo contenido. Los datos de 4T serán cruciales para confirmar que la recuperación está efectivamente en marcha.

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

Notas: (1) Año fiscal y coste de factores. (2) Contempla la subida del impuesto al consumo prevista para abril de 2014.

(3) Datos de venta al por mayor.

■ Previsiones

Economía española

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS									
Dólar									
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,27	0,34	0,42	0,32	0,29	0,28	0,26	0,26
Líbor 12 meses	1,01	0,70	0,79	1,04	0,88	0,77	0,70	0,67	0,66
Deuda pública a 2 años	0,27	0,32	0,70	0,26	0,27	0,26	0,26	0,36	0,39
Deuda pública a 10 años	1,78	2,32	3,05	1,62	1,69	1,93	1,98	2,70	2,68
Euro									
Refi BCE	0,88	0,58	0,50	0,75	0,75	0,75	0,58	0,50	0,50
Euríbor 3 meses	0,57	0,21	0,20	0,36	0,20	0,21	0,21	0,22	0,21
Euríbor 12 meses	1,11	0,53	0,53	0,89	0,60	0,57	0,51	0,54	0,51
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,43	-0,01	0,01	0,11	0,06	0,17	0,19
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,63	1,99	1,42	1,42	1,51	1,41	1,78	1,83
TIPOS DE CAMBIO									
\$/euro	1,29	1,32	1,32	1,25	1,30	1,32	1,31	1,32	1,34
¥/euro	102,71	128,81	135,84	98,44	105,44	121,84	128,88	131,09	133,44
£/euro	0,81	0,85	0,83	0,79	0,81	0,85	0,85	0,86	0,84
PETRÓLEO									
Brent (\$/barril)	111,38	108,05	107,47	109,19	109,52	112,23	103,16	109,24	107,59
Brent (euros/barril)	86,61	81,74	81,29	87,21	84,40	85,03	78,97	82,46	80,49

Previsiones

MERCADOS FINANCIEROS

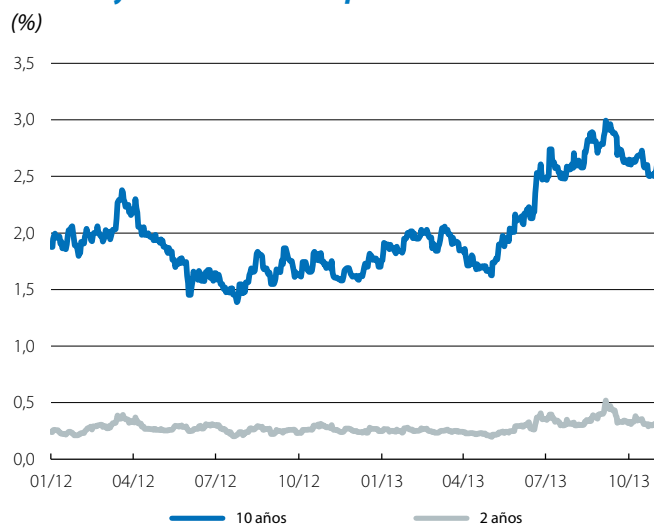
Los mercados muestran un comportamiento favorable en octubre, afianzando la tendencia positiva de medio plazo. La superación del episodio de incertidumbre fiscal en EE. UU., la decisión de la Reserva Federal (Fed) de posponer el inicio de la retirada de estímulos, así como unos datos de actividad esperanzadores llegados desde China y la eurozona, han sido los principales motivos que explican el buen clima de los mercados. Cabe remarcar el vigor de las bolsas, entre las que ha vuelto a destacar la española, así como la mejora en las condiciones financieras del bloque emergente.

Una excesiva complacencia se erige, paradójicamente, como el principal factor de riesgo a corto plazo. Si bien la pauta de bonanza en los mercados financieros durante las últimas semanas cuenta con el respaldo de factores fundamentales sólidos, conviene no abandonar la cautela ante los contratiempos o sacudidas que puedan surgir (véase Focus «Estabilidad financiera global: progresada adecuadamente»). En este sentido, el buen comportamiento del grueso de los activos financieros desde finales de verano está derivando en signos de exuberancia en algunas parcelas, particularmente en los mercados de crédito de EE. UU. No sería extraño que esto empujara a la Fed a lanzar mensajes de advertencia, con el propósito de atajar posibles excesos que amenacen la estabilidad financiera futura. En otras ocasiones, este tipo de intervenciones (aunque solo sean verbales) provocaron correcciones en los precios de los activos con riesgo.

Las tensiones políticas en torno a la cuestión fiscal en EE. UU. tuvieron un impacto limitado en los mercados. El cierre parcial de la administración federal (*shutdown*) y las tortuosas negociaciones entre republicanos y demócratas para elevar el techo de deuda no generaron un nerviosismo excesivo entre los inversores. Prueba de ello es que la prima CDS (o seguro contra el riesgo de impago) de la deuda estadounidense registró un repunte de escasa magnitud que además se corrigió con rapidez. Lo mismo ocurrió con el índice de volatilidad implícita de la deuda pública (que mide el coste de realizar coberturas y refleja el miedo de los inversores) cuyo repunte fue de corto alcance en tiempo y cuantía. A lo largo del mes, la *yield* del bono a 10 años ha oscilado alrededor del 2,60%, al compás de las noticias sobre la disputa fiscal y las pistas sobre la posible actuación de la Fed.

Se mantienen las dudas sobre el calendario de inicio del *tapering* de la Fed. La reunión del Comité de Política Monetaria celebrada en octubre no despejó dudas ni aportó pistas. Como estaba previsto, se acordó mantener el ritmo mensual de las compras de deuda, aparentemente a la espera de nuevas evidencias que confirmen una mejora sostenida en los datos de actividad y empleo, así como la superación de ciertas incógnitas o riesgos. A ese respecto, diversas razones apuntan al primer trimestre del próximo año como el horizonte temporal más probable para que dé comienzo la estrategia de normalización

EE. UU.: yields de la deuda pública



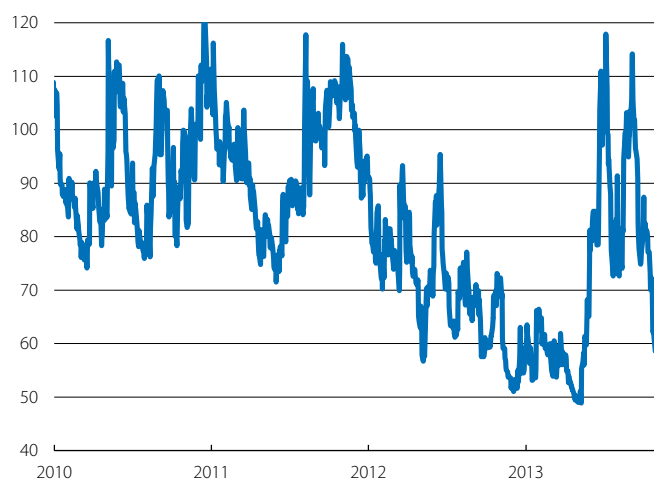
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo soberano de EE. UU. y Alemania CDS a 5 años (en puntos básicos)



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

Volatilidad en el mercado de deuda pública (Índice MOVE)



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

monetaria. En primer lugar, el *momentum* económico viene marcado por unos datos de actividad y empleo que han perdido dinamismo respecto al segundo trimestre, así como por los efectos, difíciles de valorar, del *shutdown* fiscal. Es necesario comprobar que la economía norteamericana no ha perdido su capacidad de resistencia y que recupera tracción. En segundo lugar, el contexto financiero, marcado por la contraposición entre la evolución de los tipos hipotecarios y los riesgos de sobrecalentamiento en algunos mercados de deuda corporativa, debe estabilizarse. Por último, cabe tener en cuenta el contexto institucional, con el relevo de Bernanke al frente de la Fed por parte de Janet Yellen a partir de febrero. Todo parece indicar, pues, que la Fed no abandonará la orientación conservadora que viene adoptando y aplazará el inicio del *tapering* respecto a los planes inicialmente trazados el pasado junio.

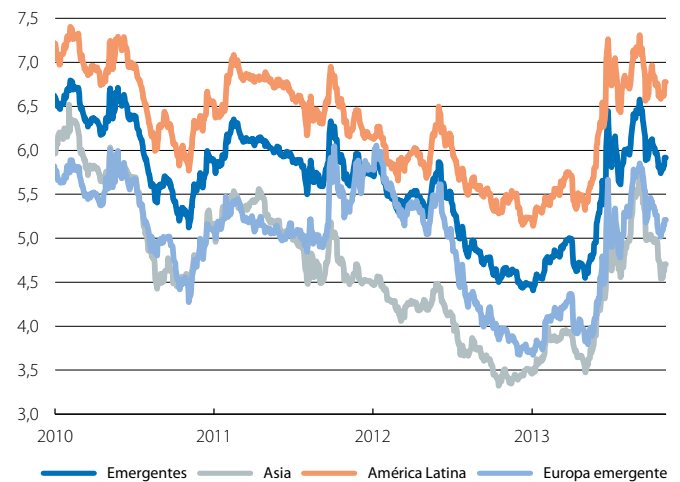
La mejora del entorno financiero en el bloque emergente tiene continuidad en octubre. Las condiciones financieras en gran parte de los países emergentes, especialmente los denominados «BIITS» (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica), continúan recobrando salud gracias a la paulatina normalización en los flujos de capitales. La decisión de la Fed de posponer la retirada de estímulos y un mejor tono de la actividad económica en los propios emergentes (gracias tanto a la demanda interna como externa) que explican lo anterior. China e India han sido claros exponentes de esta dinámica más constructiva. También ha ayudado el sesgo ligeramente restrictivo de la política monetaria adoptado por países como Brasil e India, interpretado como una apuesta por la ortodoxia. Con todo, avanzar en la senda reformista es clave para mejorar los fundamentos económicos de largo plazo en las regiones emergentes, y favorecer con ello la estabilidad financiera, máxime cuando el inicio hacia la normalización monetaria en EE. UU., aunque pospuesto, no está muy lejano.

China permanece atenta a los riesgos latentes en diversos frentes. El banco central del gigante asiático ha inducido cierto tensionamiento de los tipos de interés del mercado interbancario al restringir la magnitud de sus inyecciones de liquidez. Parece ser una respuesta a la mejora observada en los indicadores económicos y, sobre todo, al rápido crecimiento del crédito y los precios inmobiliarios. Estos últimos han registrado el mayor ritmo de avance en tres años en las grandes urbes chinas. Si bien los riesgos asociados a un rápido crecimiento del crédito y a la formación de burbujas inmobiliarias merecen ser tenidos muy en cuenta, resulta tranquilizador constatar que las autoridades chinas permanecen vigilantes y dispuestas a actuar ante los mismos.

La política monetaria en la zona euro seguirá siendo altamente acomodaticia. Tal y como ha reiterado el BCE en diversas ocasiones, el hecho de que la recuperación económica en la eurozona esté siendo muy tenue justifica plenamente la estrategia de laxitud monetaria de la institución. Además, la tasa de inflación mantiene su deriva a la baja, mientras que la cotización del euro lo hace al alza. Por otra parte, el «exceso de liquidez» de los bancos en el BCE se ha situado en octubre por deba-

Yields de bonos soberanos de países emergentes

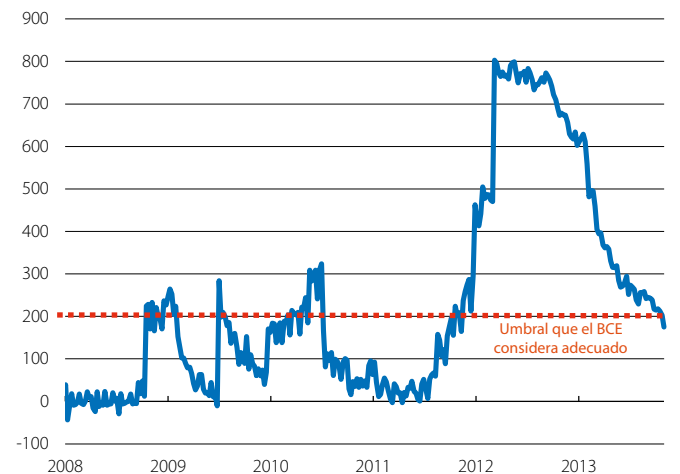
Bonos en dólares (%)



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

BCE: exceso de reservas bancarias

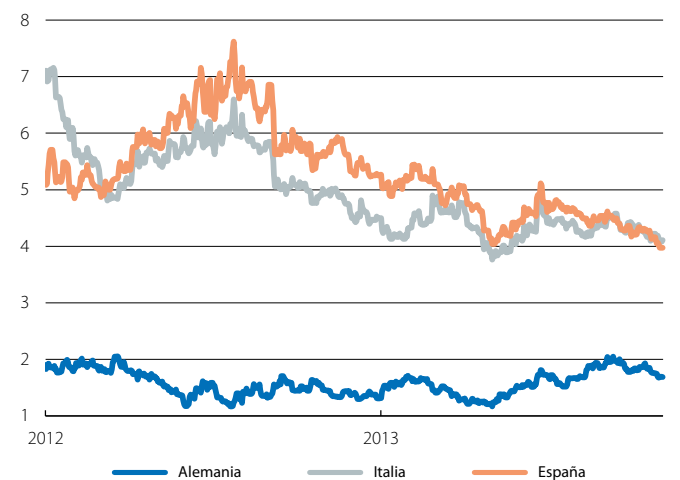
(En miles de millones de euros)



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

Eurozona: yields de la deuda pública a 10 años

(%)



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

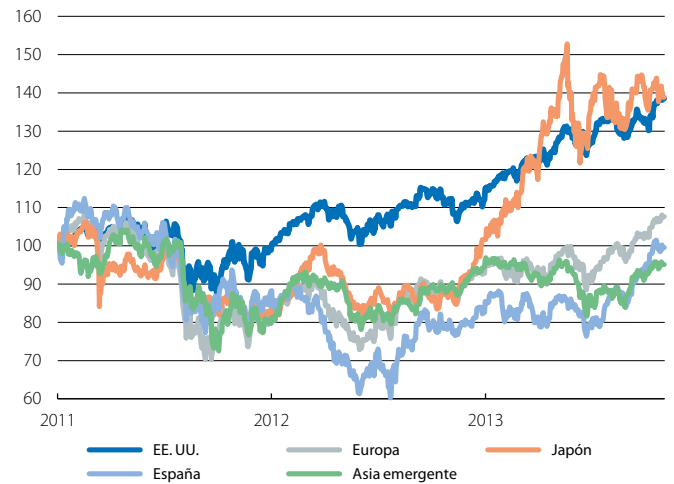
jo del umbral de 200.000 millones de euros que la autoridad monetaria considera como adecuado, lo que podría generar tensiones al alza en los tipos monetarios. En este sentido, si los eventuales repuntes de los tipos de corto plazo pudieran comprometer la estabilidad de los mercados, el BCE no dudaría en intervenir mediante la adopción de nuevas inyecciones de liquidez a muy largo plazo (LTRO); aunque tampoco se puede descartar una nueva rebaja del tipo de interés oficial.

De nuevo, balance mensual positivo para la deuda pública y la renta variable españolas. Se repite la dinámica favorable observada en los últimos tiempos, al calor de la sólida mejoría de la percepción del riesgo de la deuda soberana periférica, y auspiciada por el lento pero gradual proceso de desplazamiento de los inversores desde los activos refugio hacia la deuda de Italia o España. Destacan especialmente los progresos de España: el *spread* respecto al *bund* alemán a 10 años se sitúa en niveles cercanos a los 230 p. b., mientras que la rentabilidad del bono a diez años llegó a cotizar por debajo del 4% en algunas sesiones. En esta línea, el Tesoro llevó a cabo con éxito, en términos de demanda y rentabilidad, una emisión de deuda sindicada a 30 años. En el plano bursátil, el Ibex 35 ha capitalizado el clima de bonanza generalizada y ya registra ganancias muy notables en el acumulado desde enero (del orden del 20%), situándose en máximos de dos años. El papel protagonista ha correspondido a los sectores de bienes de consumo y bancario. En la parte final del mes se percibió una leve corrección que posiblemente no esté finalizada. Alzas adicionales en la bolsa española deberán venir acompañadas de beneficios empresariales sólidos, circunstancia que es razonable esperar para 2014.

Comportamiento al unísono de los mercados de renta variable internacionales. Tanto la bolsa estadounidense –los índices S&P 500 y Dow Jones vuelven a cosechar máximos históricos– como la europea y la nipona han mostrado fuertes alzas en el cómputo mensual, gracias al clima constructivo de las condiciones financieras globales y a la evolución relativamente positiva de los beneficios corporativos. De igual manera, las bolsas emergentes han mostrado una evolución satisfactoria que obedece en parte a una gestión prudente de las políticas fiscal y monetaria, impulsando los factores de «atracción» de flujos de capital internacionales. Si bien la volatilidad permanece en niveles reducidos, posibles anuncios o mensajes en clave restrictiva por parte de la Fed y/o las autoridades chinas podrían desencadenar correcciones desde los niveles actuales.

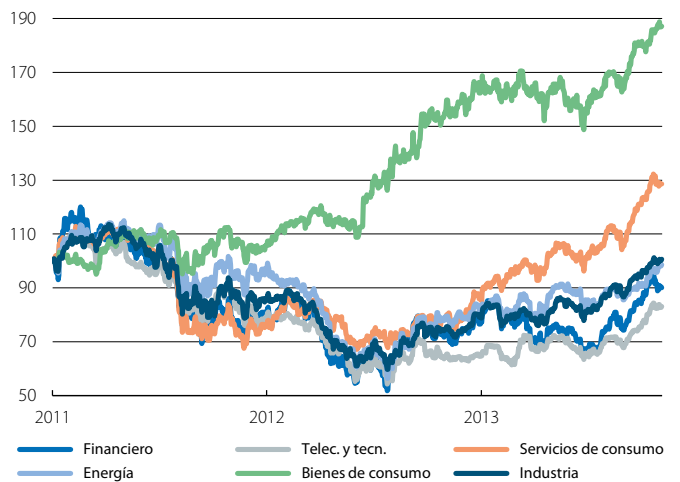
Gran actividad en los mercados de crédito corporativo. Las emisiones de deuda privada han alcanzado niveles récord en EE. UU., en concreto en los segmentos *high yield* y *syndicated loans*, denotando cierto sobrecalentamiento en el sector. En Europa, las cifras permanecen por debajo de los niveles de 2012, aunque la evolución en el año es positiva. Destaca el buen tono de las emisiones de renta fija privada no financiera en España, que alcanzan el volumen más elevado de los últimos 5 años. El favorable comportamiento del riesgo país y las perceptibles mejoras en los datos de actividad sostienen esta dinámica.

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



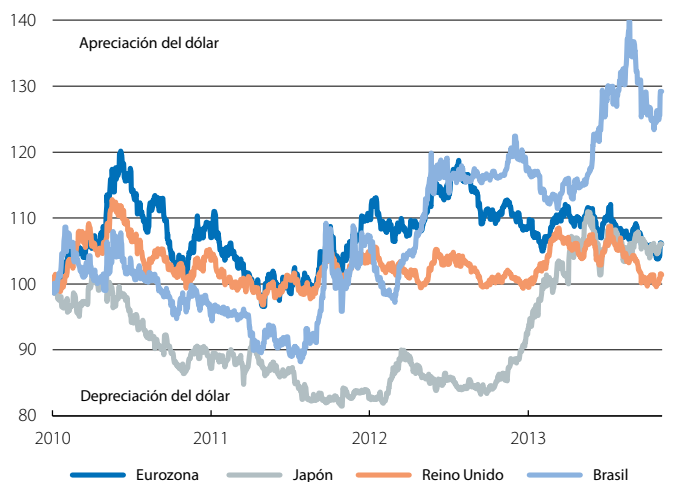
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Bolsa española: evolución por sectores
(Enero 2011 = 100)



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

Cotización del dólar frente a diferentes divisas
(Enero 2010 = 100)



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

FOCUS · El MARF: una apuesta por la renta fija corporativa

Los esfuerzos para facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas han alcanzado un hito importante: el día 7 de octubre entraba en funcionamiento el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). Se trata de una plataforma electrónica gestionada por Bolsas y Mercados Españoles, sociedad con larga y contrastada experiencia como operador de mercados financieros organizados. El MARF tiene como propósito impulsar las emisiones de pagarés y bonos por parte de las empresas de tamaño medio (previsiblemente con una facturación anual en torno a los 50 millones de euros o superior), postulándose como alternativa a los mercados tradicionales utilizados por las grandes corporaciones. En este sentido, se convierte en el hermano del MAB (Mercado Alternativo Bursátil), donde desde hace años se cotizan acciones de empresas de tamaño reducido.

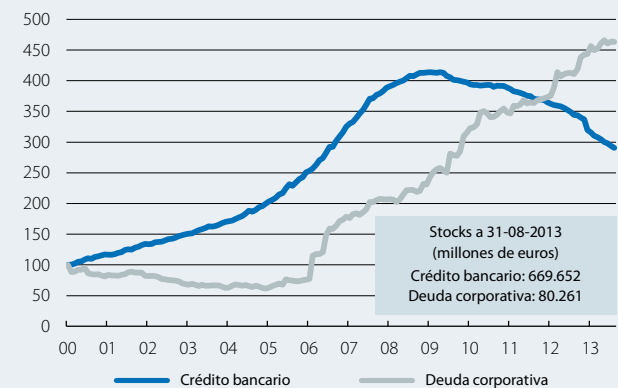
Las principales ventajas para las empresas que acudan al MARF consisten en reducciones significativas en los costes de gestión y colocación de las emisiones y simplificación de los trámites asociados. Las empresas deberán presentar las cuentas anuales auditadas de los dos últimos ejercicios (que deberán estar libres de salvedades) así como un informe de solvencia elaborado por una agencia de calificación.⁽¹⁾ El coste de incorporar valores al mercado es bajo: el 0,0025 por mil sobre el nominal cuando el vencimiento es inferior a doce meses y el 0,025 por mil cuando se supera. El importe nominal unitario mínimo es de 100.000 euros y el valor de la emisión podrá exceder el patrimonio neto del emisor. Una cuestión muy importante es que el MARF solo está dirigido, al menos de entrada, a los inversores institucionales, esto es, fondos de inversión y de pensiones, aseguradoras, firmas de capital riesgo, etc. Los vehículos de inversión colectiva españoles podrán invertir hasta un 3% de su patrimonio en los instrumentos negociados en el MARF. Paralelamente, se han introducido incentivos fiscales en forma de desgravación en el impuesto de sociedades para las plusvalías que obtengan los inversores.

El MARF era una exigencia del Memorando de Entendimiento que regula el programa de asistencia financiera solicitado el año pasado por el Gobierno al MEDE, y se justifica por la necesidad de mejorar el funcionamiento del sistema financiero español en su conjunto. En este sentido, constituye un paso importante hacia un modelo donde se complementen armoniosamente los canales bancarios y los mercados de capitales, intentando aprovechar las ventajas de cada uno de ellos. En España, el desarrollo de los mercados de capitales ha sido pobre, particular-

mente en el caso de la renta fija. Su peso entre las fuentes de financiación de las empresas es bajo comparado, no ya con EE. UU. o Reino Unido, sino con otros países más próximos como Alemania. Bajo el actual escenario de saneamiento y desapalancamiento de los balances bancarios, alentado por unos requisitos regulatorios más exigentes, cobra especial relevancia abrir vías complementarias de financiación empresarial. Las grandes compañías españolas ya han ampliado notablemente durante los últimos meses su recurso a los mercados de bonos, dentro de un fenómeno de alcance internacional favorecido por las políticas cuantitativas de los bancos centrales. Con el MARF se abre una puerta a las medianas. Parece razonable esperar que sea un proceso paulatino, pero sin duda con un elevado potencial a largo plazo. Frente a quienes recuerdan el escaso desarrollo que ha tenido el MAB, es conveniente resaltar el éxito de proyectos similares al MARF en Alemania, Francia, Italia o Noruega. A las propias empresas les corresponde ahora tomar la iniciativa.

España: financiación a empresas residentes no financieras

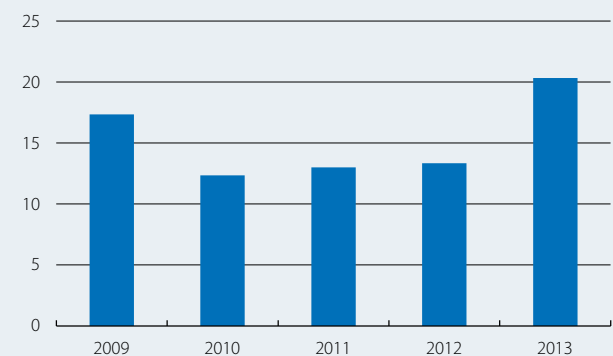
(Stocks de crédito y deuda, enero 2000 = 100)



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

Emisiones de deuda de empresas no financieras españolas

Acumulado de nueve primeros meses de cada año (en miles de millones de euros)



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

(1) El informe de riesgo de la emisión o de solvencia deberá ser emitido por una entidad de calificación registrada y certificada por la ESMA (European Securities and Markets Authority).

FOCUS · Estabilidad financiera global: progresa adecuadamente

El Fondo Monetario Internacional (FMI) acaba de publicar su informe bianual sobre la estabilidad financiera internacional (GFSR, por sus siglas en inglés), donde pasa revista a la evolución de los principales riesgos que tanto las autoridades económicas como los agentes privados deberían tener bajo vigilancia. El mapa que contempla el GFSR abarca seis factores globales: (i) los riesgos de carácter macroeconómico, (ii) los riesgos relacionados con los mercados emergentes, (iii) los riesgos crediticios, (iv) los riesgos asociados a la liquidez, (v) el apetito por el riesgo de los inversores y (vi) las condiciones monetarias y financieras. El mensaje central que traslada el FMI es alentador: el sistema financiero internacional se encuentra en un proceso de transición hacia una mayor estabilidad global.

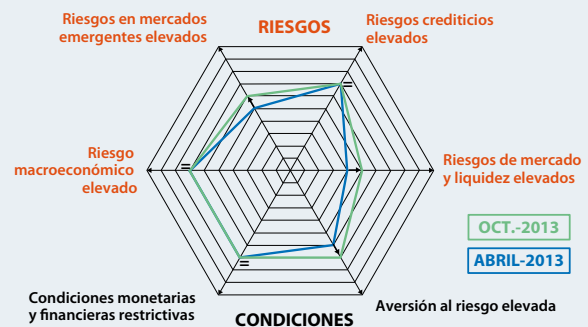
En materia de riesgos macroeconómicos, el FMI considera que la situación agregada no ha deparado cambios significativos desde el informe previo (abril): continúa esperando un paulatino fortalecimiento de la actividad a nivel global, pero con una composición geográfica distinta. Por un lado, la institución reconoce que la recuperación en EE. UU. está tomando cuerpo y que la situación en Europa por fin está mejorando, aunque sea tímidamente. Como contrapunto, indica que la perspectiva de crecimiento en varios países emergentes está empeorando. Este último punto hace que el FMI manifieste, tal vez pecando de exceso de prudencia, que los riesgos sobre los mercados procedentes del ámbito macroeconómico global todavía se encuentran sesgados a la baja. No cabe duda de que la revisión a la baja en las previsiones de crecimiento de los países emergentes es una mala noticia, ya que efectivamente incrementa los riesgos a la baja del crecimiento internacional. Lamentablemente, el riesgo se ve acrecentado por las expectativas en torno a la política monetaria de EE. UU. y la posibilidad de que se produzcan salidas de capital de esos países, situación que puede agravarse si se desencadena un repunte brusco de la aversión al riesgo de los inversores. Para amortiguar los posibles efectos negativos, el FMI recomienda a las autoridades locales monitorizar el apalancamiento de los agentes (en particular en divisas extranjeras), y perseverar en las reformas estructurales como factor para atraer capital.

En principio, el hecho de que el crecimiento de la economía de EE. UU. vaya ganando solidez es positivo a nivel global, pero también incrementa la incertidumbre acerca de cómo reaccionarán los mercados financieros en el momento en que la Reserva Federal (Fed) decida iniciar su estrategia de normalización monetaria. Respecto a este riesgo, el GFSR señala, de forma muy acertada, que el mayor obstáculo al que se enfrenta hoy por hoy la estabilidad financiera global está relacionado con la gestión de los posibles «daños colaterales» que pueden aparecer cuando la Fed comience a

reducir las compras de bonos. Sin duda será necesario que la Fed consiga ser oportuna y transparente en la comunicación de sus actuaciones. Tal y como señala el FMI, es importante tener presente que un empeoramiento de las condiciones de liquidez puede provocar graves efectos indeseados. En particular, un aumento inicial repentino de los tipos de interés puede generar problemas a los agentes apalancados en operaciones de *carry trade* (las cuales se financian a corto plazo e invierten a largo plazo), lo que a su vez puede poner en marcha mecanismos de amplificación del repunte de tipos y de las tensiones, lo que terminaría truncando la recuperación de la actividad y el empleo.

Mapa de riesgos globales

Una mayor proximidad al centro implica menor riesgo



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Un ámbito que, de forma merecida, el FMI destaca positivamente es el de los avances que se han logrado en la eurozona. Tanto las reformas estructurales a nivel nacional como los pasos para mejorar la arquitectura institucional de la unión monetaria están permitiendo una reducción de las presiones financieras que afrontan los Gobiernos de los países periféricos. En cambio, el GFSR valora que, en conjunto, los riesgos crediticios apenas han mejorado, apelando a que la reparación de los balances bancarios es demasiado lenta. Posiblemente el FMI carga algo las tintas en este punto con el propósito de espolear la actuación de los Gobiernos en materia de saneamiento de las entidades y puesta en marcha de la unión bancaria europea.

En suma, la valoración de conjunto que se desprende del informe del FMI es moderadamente positiva. A pesar de que los retos a los que se enfrentan las autoridades de EE. UU., la eurozona y los países emergentes son muy complejos dada la interconexión de los riesgos, la razonable coordinación y cooperación que se observa a nivel internacional y la acertada gestión de los bancos centrales están pavimentando el camino para que la transición hacia un contexto financiero global más estable culmine con éxito.

PRINCIPALES INDICADORES FINANCIEROS

Tipos de interés (%)

	31-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,50	0,50	0	-25,0	-25,0
Euríbor 3 meses	0,23	0,23	1	4,0	3,0
Euríbor 12 meses	0,55	0,54	1	-1,0	-7,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,07	0,10	-3	-5,0	8,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,12	0,17	-5	14,3	13,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,67	1,78	-11	38,2	27,0
Deuda pública a 10 años (España)	4,03	4,30	-27	-121,2	-170,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	236	252	-16	-159,5	-197,1
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,24	0,25	-1	-6,8	-7,5
Líbor 12 meses	0,60	0,63	-3	-24,6	-27,8
Deuda pública a 1 año	0,09	0,09	0	-4,6	-8,1
Deuda pública a 2 años	0,31	0,32	-1	5,5	2,8
Deuda pública a 10 años	2,55	2,61	-6	85,4	92,7

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	31-oct	30-sep	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	83	104	-21	-34,2	-46,2
Itraxx Financiero Sénior	117	148	-30	-27,0	-59,6
Itraxx Financiero Subordinado	179	216	-37	-61,8	-129,7

Tipos de cambio

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,358	1,353	0,4	2,2	5,4
¥/euro	133,600	132,930	0,5	-13,6	-22,5
£/euro	0,847	0,836	1,4	-3,9	-5,2
¥/\$	98,360	98,270	0,1	-11,7	-18,3

Materias primas

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	457,3	467,6	-2,2	-5,7	-4,0
Brent (\$/barril)	108,9	109,2	-0,3	-5,6	-1,7
Oro (\$/onza)	1.323,1	1.328,9	-0,4	-21,7	-22,1

Renta variable

	31-oct	30-sep	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.756,5	1.681,6	4,5	24,0	24,7
Eurostoxx 50	3.068,0	2.893,2	6,0	16,1	21,6
Ibex 35	9.907,9	9.186,1	7,9	21,2	26,6
Nikkei 225	14.327,9	14.455,8	-0,9	36,8	57,2
MSCI emergentes	1.034,4	987,5	4,8	-2,7	2,6
Nasdaq	3.919,7	3.771,5	3,9	30,4	31,2

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Predominio de buenas noticias durante el mes de octubre en la escena económica internacional. Después de diecisiete días de cierre administrativo, EE. UU. sorteó *in extremis* la crisis fiscal. Asimismo, el satisfactorio dato del PIB de 3T en China aleja el temor a un aterrizaje brusco de la segunda economía mundial. Por último, los países emergentes que más sufrieron la huida de capitales en verano han conseguido estabilizar la situación. Estos tres frentes han marcado el devenir de lo que va de otoño y confirman unas perspectivas de crecimiento razonables para 2014, por encima de los registros de 2013 en la mayoría de países.

Con todo, los riesgos a la baja siguen presentes. En primer lugar, destaca la incertidumbre que rodea el cambio de dirección de la política monetaria de la Fed (que se está retrasando respecto a los planes inicialmente anunciados en junio), y las tortuosas negociaciones en materia presupuestaria en EE. UU. En segundo lugar, la economía china sigue navegando por un estrecho canal, con el riesgo de desaceleración a un margen y el de burbuja inmobiliaria al otro. Por último, retrasos en las reformas estructurales que numerosos emergentes necesitan podrían truncar la esperada reactivación.

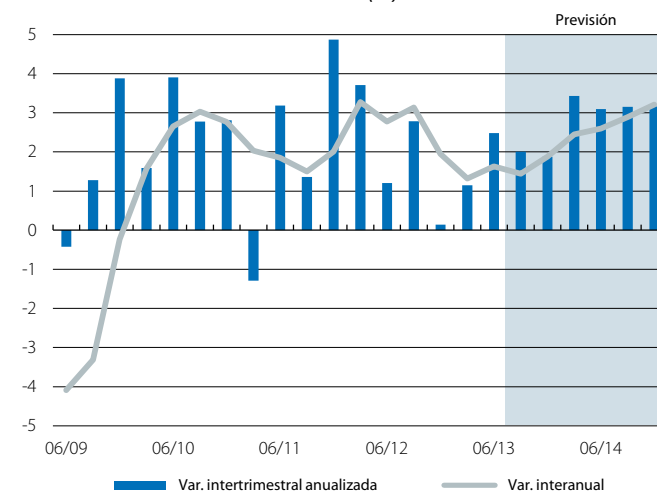
ESTADOS UNIDOS

La escasa duración del *shutdown* augura un efecto modesto sobre la actividad económica de EE. UU. Tras una agria disputa entre republicanos y demócratas, el Congreso de EE. UU. llegó a dos acuerdos temporales en materia presupuestaria (véase Focus «¿Son de temer las consecuencias del debate fiscal en EE. UU.?»). Uno para poner fin al cierre parcial de la administración (*shutdown*), que había acarreado la suspensión de partidas presupuestarias discrecionales no esenciales (1/6 del gasto federal) y mandado a casa sin sueldo a 800.000 empleados públicos considerados «no esenciales» durante dos semanas. Después de varios intentos fallidos, el Congreso aprobó desembolsos para garantizar el funcionamiento de la Administración hasta el 15 de enero de 2014. Por otro lado, se acordó suspender el techo de endeudamiento hasta el 7 de febrero de 2014. Tras este positivo desenlace y teniendo en cuenta la corta duración y la limitada circunscripción de las partidas de gasto afectadas, optamos por mantener la previsión de crecimiento del PIB para 2013 y 2014, del 1,6% y 2,8%, respectivamente.

El reto pendiente de los responsables políticos norteamericanos es acordar un plan consensuado a largo plazo para el ajuste fiscal. El propio FMI, en su último informe sobre perspectivas de la economía mundial, expone que la táctica de las amenazas permanentes (*sequester*, *debt ceiling*, etc.) constituye una vía «excesiva e ineficiente» para alcanzar acuerdos sobre las finanzas públicas del país. En este sentido, el feroz combate de octubre puede haber sido un punto de inflexión, dado que ha infligido un coste político elevado al Partido Republicano en términos de imagen pública. Aunque no hay duda de que se librarán más batallas, no parece probable que una crisis fiscal de esa

EE. UU.: PIB

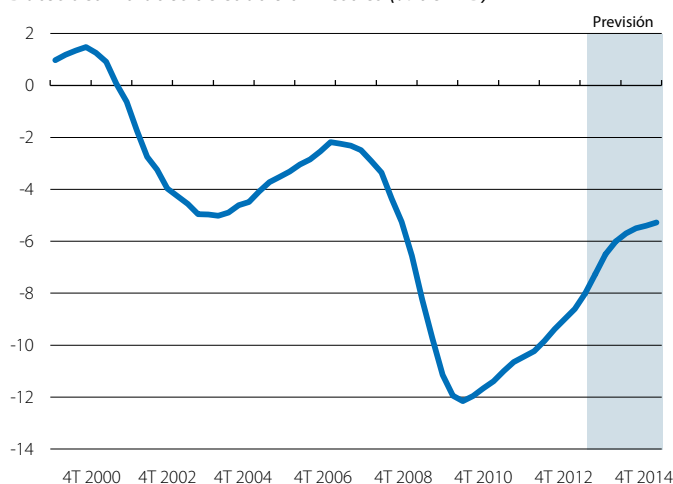
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

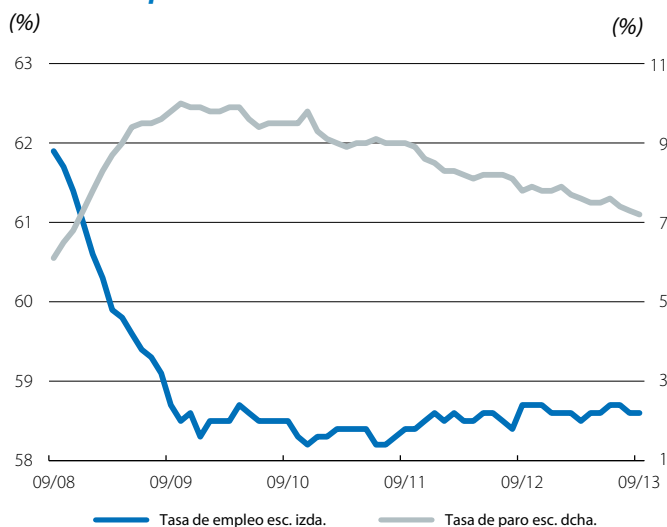
EE. UU.: déficit público

Datos acumulados de cuatro trimestres (% del PIB)



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

EE. UU.: empleo



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

magnitud se repita en 2014 (a no ser que las desavenencias dentro del Partido Republicano les impidan alcanzar un compromiso interno ante la proximidad de las elecciones legislativas).

Un ritmo menos dinámico en la creación de empleo retrasa nuestras previsiones sobre el inicio del tapering hasta 1T 2014. Los datos del mercado de trabajo constatan la recuperación de EE. UU., aunque a un ritmo ligeramente más moderado de lo esperado. Los 148.000 empleos creados en septiembre decepcionaron, dado que suponen una clara desaceleración respecto a las cifras registradas en la primera mitad de 2013, en gran parte a causa del elevado número de desanimados. Esto invita a ser prudentes respecto a las perspectivas de la renta disponible y la demanda de vivienda, dos de los pilares en los que se sustentan nuestras previsiones para 2014. Ante estos mayores riesgos y también por la dificultad que supondrá la interpretación de los datos de actividad del mes de octubre (por el efecto *shutdown*), lo más probable es que el inicio del *tapering* de la Fed no tenga lugar hasta bien entrado 1T 2014.

El resto de indicadores de actividad confirma esta recuperación algo tibia de la economía norteamericana. Los empresarios de EE. UU. moderan su optimismo: el índice ISM de manufacturas avanzó hasta los 56,2 puntos en septiembre, pero el de servicios decepcionó, quedándose en los 54,4 puntos (58,6 en agosto). Las ventas minoristas de septiembre aumentaron un 0,4% respecto al mes anterior (3,9% interanual), ligeramente por encima del registro de agosto, aunque reiteren la tónica de crecimiento moderado. Por otra parte, y aun sin cambiar nuestra percepción positiva, los datos del sector inmobiliario han sido algo más débiles de lo esperado. En particular, el precio de las viviendas (índice Case-Shiller) de agosto volvió a subir (0,9% intermensual) pero a un ritmo menor que durante la primera mitad de año. En la misma línea, el número de compraventas se redujo en el cómputo intermensual.

JAPÓN

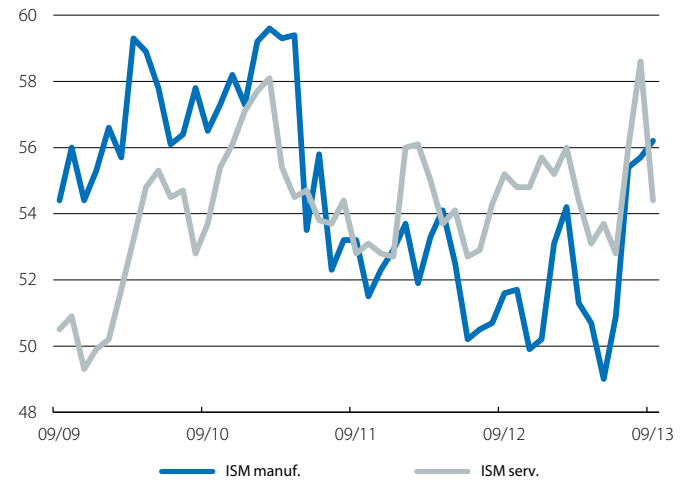
Los datos confirman el buen tono de la actividad económica en Japón aunque la deflación sigue acechando. Después de la fuerte revisión al alza en el avance del PIB de 2T, el índice Tankan, que mide el sentimiento empresarial, alcanzó el máximo en seis años en 3T. El ascenso del índice (de frecuencia trimestral y calculado a partir de una encuesta a más de 10.500 empresas) se sustenta en la mejora esperada de la demanda externa y del consumo interno de servicios. Sin duda, este buen registro del índice Tankan proporciona argumentos a la decisión de subir el IVA en abril de 2014 (del 5% al 8%). En la misma línea, las exportaciones de septiembre avanzaron un robusto 13,5% interanual, aunque el déficit comercial persiste. En este entorno de dinamismo, el IPC general de septiembre subió un 1% interanual, el ritmo más alto en cinco años, pero el IPC subyacente (sin las importaciones energéticas) se situó en el 0% interanual, una tasa algo inferior a la de agosto.

ECONOMÍAS EMERGENTES

China acelera respecto a la primera mitad de año y aleja el miedo a un aterrizaje brusco de su economía. El PIB avanzó

EE. UU.: indicadores de actividad

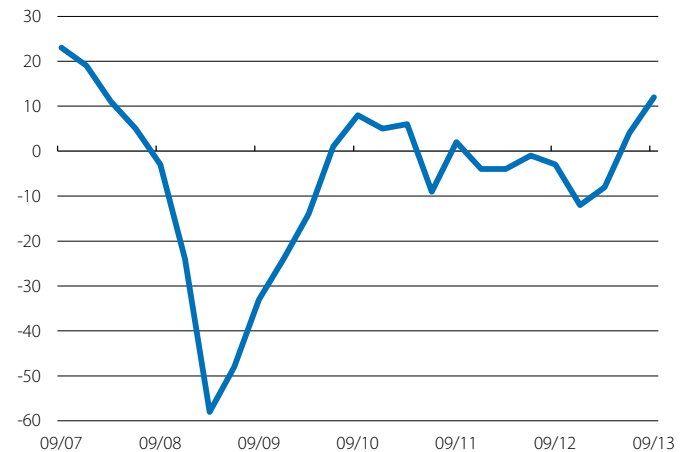
(Índice)



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

Japón: índice de actividad (*)

(Índice)

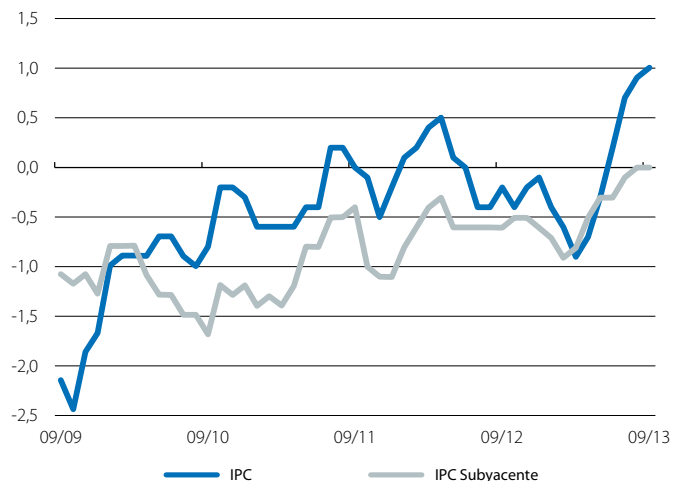


Nota: (*) Índice Tankan de grandes empresas.

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

Japón: IPC

Variación interanual (%)



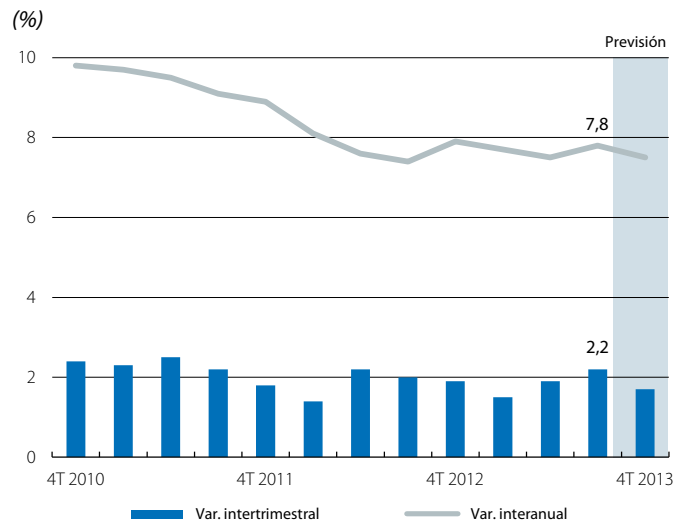
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Dept. of Commerce.

un 7,8% interanual en 3T 2013, por encima de nuestras previsiones y del 7,5% de 2T. En términos intertrimestrales, la economía creció un 2,2%, una tasa sensiblemente superior al 1,9% y el 1,5% de 2T y 1T, respectivamente. Esto supone dejar atrás la preocupante batería de sorpresas negativas de principios de verano, que provocaron el temor a un aterrizaje brusco. Ya diversos indicadores de actividad de agosto y septiembre (por ejemplo, ventas minoristas, producción industrial y PMI) sorprendieron al alza, después de que las autoridades económicas introdujeran nuevas medidas de estímulo (rebajas impositivas a las empresas pequeñas). Ahora, el dato del PIB confirma la mejora del pulso económico, que de nuevo tiene como protagonista la inversión. Una inversión que sin duda seguirá siendo importante a corto y medio plazo, antes de que las reformas estructurales que el país necesita (financiera, sistema de movilidad *hukou*, ampliación redes sociales, etc.) empujen el cambio en los pilares habituales del crecimiento en China. Un cambio hacia un nuevo modelo de crecimiento donde el consumo doméstico y los servicios tendrán un mayor peso, con unas tasas de avance significativas pero más moderadas.

Con todo, los riesgos persisten en el gigante asiático. A corto plazo, existen tres escollos que pueden penalizar la actividad. En primer lugar, el ímpetu renovado de los precios del inmobiliario (especialmente en las grandes ciudades costeras y en Beijing) reaviva la inquietud sobre la formación de burbujas. En segundo lugar, la elevada cuantía y baja transparencia de la deuda en manos de los Gobiernos locales (buena parte canalizada en forma de crédito bancario a los vehículos especiales de inversión) aumenta los riesgos fiscales y financieros. Por último, el aumento del crédito más allá del ámbito regulado (*shadow banking*) también magnifica el riesgo financiero.

El resto de grandes emergentes va superando la fuga de capitales veraniega mientras esperamos que inicien una nueva ronda de reformas. Los indicadores PMI más recientes han vuelto a sorprender positivamente. Ante esta evidencia, esperamos una mejora gradual en los registros de PIB en 3T en la mayoría de emergentes. El considerable ritmo de avance que esperamos a medio plazo pasa porque estos países superen los numerosos retos que deben afrontar: infraestructuras, sistema financiero, mercado laboral, etc. A la cabeza reformista se sitúa México que tras aprobar las reformas laboral, educativa, de las telecomunicaciones y financiera, tiene pendiente de ratificación la fiscal y la energética. Ambas son polémicas a la vez que fundamentales en la determinación del ritmo de avance a largo plazo del país. A corto plazo, y después de una desaceleración del PIB en 2T, esperamos un repunte gradual en la economía mexicana. La nueva subida del índice de actividad económica (IGAE) de agosto (0,22% intermensual) reafirma este escenario de reacceleración gradual. Asimismo, el nuevo recorte del tipo de interés oficial en 25 p. b. (hasta el 3,50%) a finales de octubre ayudará a la mejora en la coyuntura económica. Por último, India parece que se ha unido al ánimo reformista iniciado por México, mientras que Brasil todavía se muestra tímido, ante el descontento social y la presión electoral de 2014.

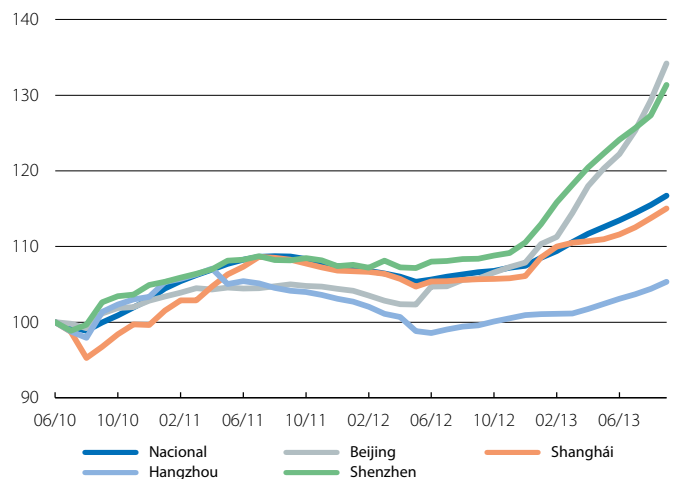
China: PIB



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Oficina Estadística de China.

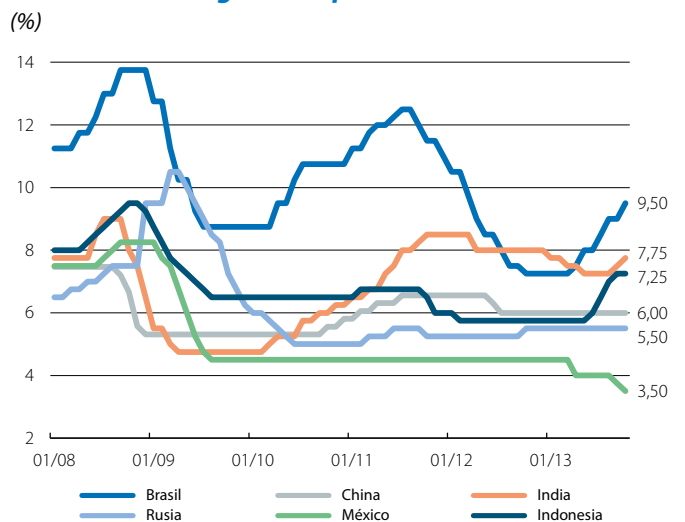
China: precio de la vivienda

(Índice junio 2010 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de China Real Estate Index System (CREIS); SouFun.com.

Economías emergentes: tipos de interés oficial



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

FOCUS · Nuevas previsiones del FMI: prudencia constructiva

A principios de octubre, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su informe sobre las perspectivas de la economía mundial (conocido por sus siglas en inglés, WEO). Respecto a los países avanzados, el Fondo sigue esperando un avance moderado del 1,2% en 2013, que ganará velocidad hasta el 2,0% en 2014. La previsión para las economías emergentes también es de aceleración: este año se cerrará con una tasa del 4,5% y en 2014 se alcanzará el 5,1% (rebajado desde el 5,5% que el FMI había pronosticado en julio). En opinión del Fondo, los dos acontecimientos que marcarán la impronta de 2014 son la inflexión de la política monetaria de EE. UU., rumbo a la normalización, y el menor avance de China a resultas del tránsito desde un modelo de crecimiento basado en la inversión hacia otro que descansa en el consumo. La moderación china relajará el precio de las materias primas y las tensiones inflacionistas globales.

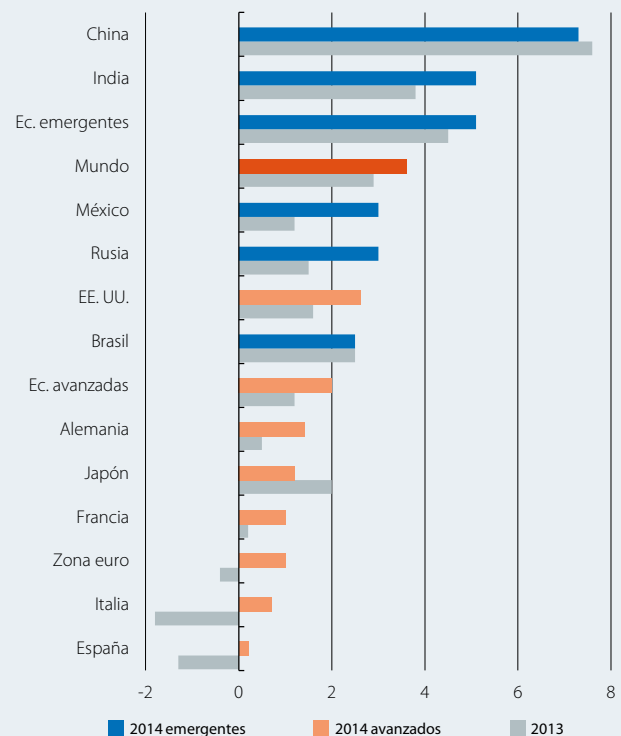
Para el Fondo, el crecimiento de las economías avanzadas encuentra apoyos en el mejor tono de las economías americana y japonesa, en línea con nuestras previsiones, mientras que la recuperación europea sigue siendo muy frágil y con riesgos a la baja. La perspectiva para EE. UU. es que gane fuerza en 2014: el FMI pronostica un 2,6% y nosotros, un 2,8%. Ello será posible gracias a diversas palancas: un ajuste fiscal menor que en 2013, un consumo privado que se apoya en la mayor riqueza de los hogares, y un mercado inmobiliario que sigue recuperándose sobre la base de la demografía y la menor sobreoferta de inmuebles. Para el Fondo, los riesgos son a la baja y proceden del debate fiscal (límite de deuda y *sequester*) y de las presiones alcistas sobre los tipos de interés. En nuestra opinión, el acuerdo sobre el límite de deuda alcanzado el 17 de octubre (posterior a la publicación del WEO) y la convicción de que la recuperación estadounidense puede soportar un incremento moderado de tipos justifican una previsión algo por encima de la del FMI. A medio plazo, los mayores riesgos son la persistencia de la baja tasa de actividad en el mercado laboral y el anquilosamiento de la inversión empresarial. La perspectiva de Japón es de mejora con base en el impulso de las políticas expansivas del *Abenomics*, pero el Fondo identifica, con sesgo a sobrestimar, dos puntos problemáticos: la necesidad de abordar la consolidación fiscal (con una subida del IVA en 2014) y la escasa concreción de las reformas estructurales.

El FMI ve a las economías emergentes lastradas por unas condiciones financieras más restrictivas y por una inflación que reduce la capacidad de maniobra de sus bancos centrales. Así, aunque el crecimiento se recuperará en 2014, todavía será 2,5 puntos inferior al registrado en 2010. China e India protagonizan esta dinámica, si bien sus si-

tuaciones son dispares. India es la economía que sufre una mayor rebaja de la previsión para 2014, dados los importantes cuellos de botella que atenazan su capacidad de crecer sin inflación. Por el contrario, China sigue teniendo la inflación bajo control y una amplia capacidad de maniobra para apoyar el crecimiento con las políticas monetaria y fiscal. Consideramos que este es un factor muy importante que deja nuestra previsión para 2014 en el 7,6%, por encima del 7,3% del WEO.

La previsión del crecimiento de España en 2014 según el FMI se sitúa en el 0,2%, sensiblemente por debajo del 0,8% que nosotros esperamos. Esta diferencia se debe, en primer lugar, a que la consolidación fiscal debería tener un efecto sobre el crecimiento menor de lo que estima el Fondo, si se atiende a la experiencia de los últimos años. Asimismo, las ganancias de competitividad y la mayor flexibilidad interna de las empresas ya conseguidas ayudarán a la creación de empleo y, con ello, a la demanda y al crecimiento.

FMI: previsiones de crecimiento
(%)



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

FOCUS · ¿Son de temer las consecuencias del debate fiscal en EE. UU.?

El arduo debate fiscal en EE. UU. sobre el cierre administrativo (por la falta de acuerdo en la aprobación de partidas del presupuesto federal) y el límite de deuda es uno de los grandes riesgos para la economía global en 2014. El pasado 17 de octubre, el Congreso alcanzó un acuerdo que por el momento pone fin a la incertidumbre del límite de deuda y hará que los efectos sobre el crecimiento en EE. UU. sean limitados a corto plazo, hasta el punto de permitirnos mantener la previsión de avance del PIB para 2013 y 2014, del 1,6% y 2,8%, respectivamente. ¿Es este el fin de las hostilidades? La respuesta es que no.

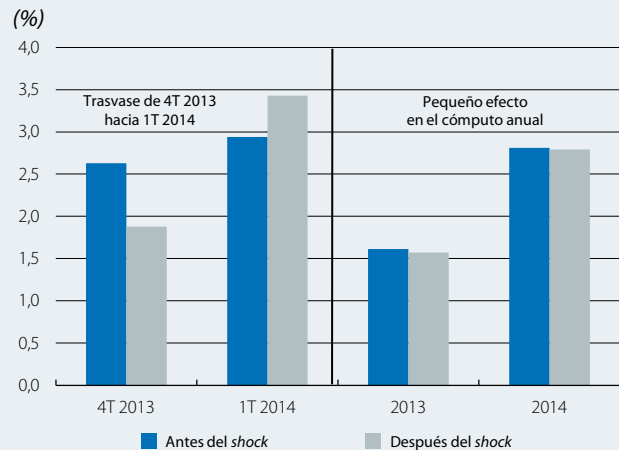
El acuerdo alcanzado es temporal y parcial. Este garantiza que la Administración seguirá abierta hasta el 15 de enero de 2014 y que la ley del límite de deuda seguirá sin efecto hasta el 7 de febrero de 2014, aunque la asignación de 200.000 millones de dólares para gastos extraordinarios podría postergar la fecha a mediados de marzo.

A corto plazo, los efectos del debate fiscal sobre el crecimiento son reducidos. El cierre administrativo se circunscribe a partidas de gasto no esenciales del presupuesto federal que necesitan de una norma de asignación presupuestaria aprobada por las dos cámaras del Congreso. Estas partidas, principalmente gastos de personal de la Administración federal, son un sexto del gasto federal (lo que representa un 3% del PIB) que, extendido a casi tres semanas de cierre, supondría una merma de 0,4-0,5 puntos en términos de crecimiento intertrimestral anualizado. Esta pérdida se verá compensada en 1T 2014, cuando se restituyan los salarios no cobrados, con un incremento de igual magnitud en el crecimiento esperado de 1T 2014. Adicionalmente, la incertidumbre por el techo de deuda podría haber sustraído otros dos puntos porcentuales que ya no serían automáticamente recuperables.

Más allá de 1T 2014, la incertidumbre fiscal volverá a estar presente a lo largo del año próximo. El mayor problema está en el límite de deuda, que supone un riesgo claro para el crecimiento de 2014. A parte de la actitud del Congreso, la deuda pública sujeta al techo legal (la práctica totalidad) ha seguido una escalada alcista, agravada por la crisis, que la ha llevado del 30% del PIB en 1973 al 100% actual. Esto da argumentos a los que abogan por mantener invariable el techo de deuda, lo que supondría una incapacidad de endeudarse. Esta imposibilidad de emitir nueva deuda obligaría a la Administración a afrontar una elección difícil. Para seguir sufragando el servicio de la deuda ya contraída y evitar una quiebra de confianza en los mercados, la Administración se vería obligada a efectuar una reducción de gasto que comportaría un cierre administrativo mucho más amplio que el de este mes de

octubre. Una reducción de gasto por el techo de la deuda que durase un mes supondría una merma de 175.000 millones de dólares, el 4,2% del PIB de un trimestre.⁽¹⁾ Nuestro escenario de base contempla que una situación así se acabará evitando, pero solo con paños calientes y sin que haya un aumento sustancial del techo de deuda que aleje las incertidumbres. Unas incertidumbres que imponen un sesgo bajista para nuestra previsión de crecimiento del PIB en 2014 (2,8%).

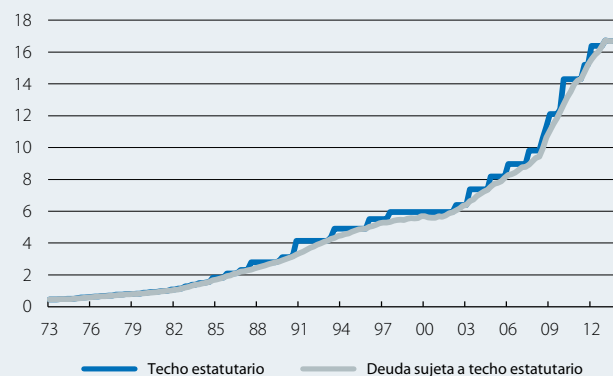
EE. UU.: previsión "la Caixa" de avance del PIB



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

EE. UU.: deuda pública y techo estatutario (*)

(Billones de dólares)



Nota: (*) La deuda sujeta al límite estatutario es el 99,5% del total, que excluye deuda anterior a 1917, United States Notes.

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

(1) Véase Goldman Sachs, US Economics Analyst, issue No: 13/40, October 5, 2013, pág. 10.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

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

ESTADOS UNIDOS

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	09/13	10/13
Actividad								
PIB real	1,8	2,8	2,0	1,3	1,6	...	-	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,4	4,9	4,4	3,7	4,2	4,1	3,9	...
Confianza del consumidor (valor)	58,1	67,1	70,4	62,8	75,1	81,0	80,2	71,2
Producción industrial	3,4	3,6	2,8	2,4	2,0	2,5	3,2	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,2	51,7	50,6	52,9	50,2	55,8	56,2	56,4
Viviendas iniciadas (miles)	612	783	896	957	869	...	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	140	141	145	150	157	...	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,9	8,1	7,8	7,7	7,6	7,3	7,2	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	58,6	58,7	58,6	58,6	58,6	58,6	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-3,6	-3,3	-3,3	-3,1	-3,0	...	...	...
Precios								
Precios de consumo	3,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,6	1,2	...
Precios de consumo subyacente	1,7	2,1	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	...

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

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

JAPÓN

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
Actividad									
PIB real	-0,6	2,0	0,4	0,3	0,1	1,3	-	...	-
Confianza del consumidor (valor)	37,7	40,0	40,1	40,0	44,1	44,8	43,6	43,0	45,4
Producción industrial (valor)	-2,6	0,2	-3,7	-6,3	-6,5	-3,1	0,4	0,9	4,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-1,3	-5,0	-3,0	-12,0	-8,0	4,0	-	12,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,6	4,4	4,3	4,2	4,2	4,0	3,8	4,1	4,0
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-0,6	-1,3	-1,3	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
Precios									
Precios de consumo	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,6	-0,3	0,7	0,9	1,0
Precios de consumo subyacente	-1,0	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-0,4	-0,1	0,0	0,0

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

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

CHINA

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
Actividad									
PIB real	9,3	7,7	7,4	7,9	7,7	7,5	-	7,8	-
Ventas al por menor	17,1	14,3	13,6	14,9	12,3	12,5	13,2	13,4	13,3
Producción industrial	13,7	10,0	9,1	10,0	9,6	9,1	9,7	10,4	10,2
PMI manufacturas (oficial) (valor)	51,4	50,8	49,7	50,5	50,5	50,5	50,3	51,0	51,1
Sector exterior									
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	154	231	196	231	274	272	264	266	254
Exportaciones	20,2	8,0	4,5	9,5	18,4	3,9	5,1	7,1	-0,3
Importaciones	25,0	4,3	1,4	2,8	8,3	5,0	10,9	7,0	7,4
Precios									
Precios de consumo	5,4	2,7	1,9	2,1	2,4	2,4	2,7	2,6	3,1
Tipo de interés de referencia ⁽²⁾ (valor)	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,5	6,3	6,4	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1

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

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

UNIÓN EUROPEA

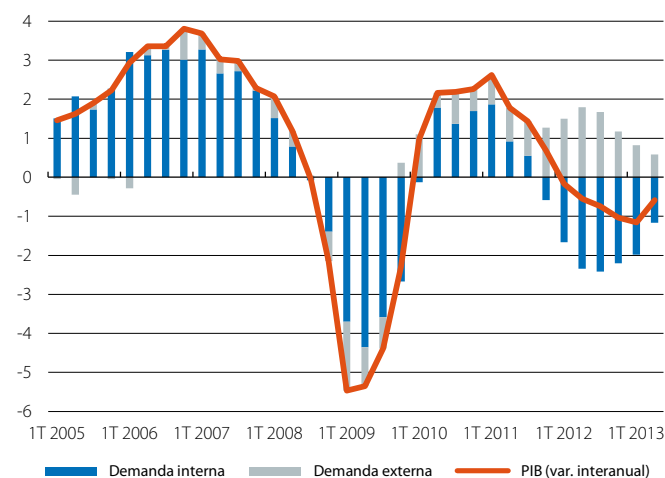
Las perspectivas económicas siguen en línea con una recuperación gradual para los próximos trimestres. Tras seis trimestres consecutivos de contracción, el crecimiento del PIB volvió a territorio positivo en 2T 2013 con una variación del 0,3% intertrimestral gracias a la reactivación de la demanda interna, que se sumó al avance de las exportaciones netas. A pesar de ello, de cara al segundo semestre del año, los indicadores avanzados de actividad sugieren una moderación de la recuperación, aunque la tendencia de fondo a medio plazo indica que esta seguirá avanzando. La ligera desaceleración en gran medida vendrá de la mano de la demanda interna, puesto que, a pesar de los buenos resultados en 2T, se espera una recuperación más paulatina a causa de las presiones que está sufriendo el consumo doméstico dadas las altas tasas de desempleo y la contracción del gasto público en algunos países. Así pues, el principal protagonista de la recuperación seguirá siendo la demanda externa aunque dejando que el actor secundario, la demanda interna, empiece a destacar en el escenario.

Los indicadores adelantados de oferta recuerdan que la recuperación está en marcha. Estos sugieren una pequeña corrección en las tasas de crecimiento del PIB de cara a 3T, con motivo de que los resultados del trimestre anterior fueron mejores de lo esperado por factores temporales, aunque la tendencia de fondo es positiva. Por un lado, el PMI compuesto de la eurozona, uno de los mejores indicadores avanzados de actividad, descendió ligeramente en octubre, rompiendo la tendencia ascendente iniciada en marzo, debido en gran medida a una reducción del PMI de servicios. Aun así, tanto el PMI de servicios como el de manufacturas se mantienen en terreno expansivo (por encima de los 50 puntos), lo que permite pensar que la tasa de crecimiento seguirá siendo positiva. Por otro lado, la producción industrial de agosto para la eurozona repuntó un 1,0% mensual. De todas formas, la tasa de variación interanual todavía se mantiene en cotas negativas y en unos registros muy parecidos a los de 2T. La incapacidad de mostrar un cambio de tendencia claro recuerda lo frágil que es el actual proceso de recuperación. Por países, la producción industrial en Alemania volvió a sorprender positivamente con una variación del 1,4% intertrimestral, pero en el caso de Italia decepcionó con una caída del 0,3%, lo que añade dudas en torno a la recuperación del país transalpino.

En términos desagregados, se constatan distintas velocidades de recuperación en la eurozona. Por un lado están los países *core*, Alemania y Francia, que crecen paulatinamente gracias a la mejora de la demanda interna. Para estos dos países se espera una tasa de crecimiento interanual del 0,6% y 0,3% para 3T 2013, respectivamente. En contraposición, la mayoría de las economías periféricas todavía presentan una tasa de crecimiento interanual negativa, pero que cada vez es menor. La demanda externa compensa, en parte, la caída del consumo doméstico. En referencia al Reino Unido, este encadena tres tri-

Eurozona: componentes del PIB

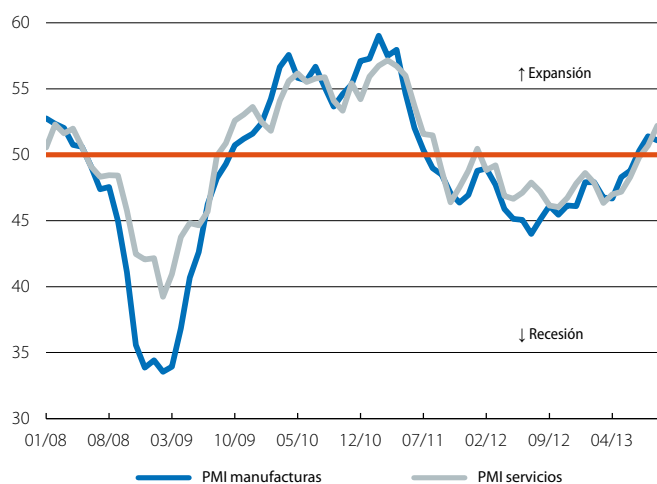
Contribución al crecimiento (%)



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

Eurozona: indicadores de actividad

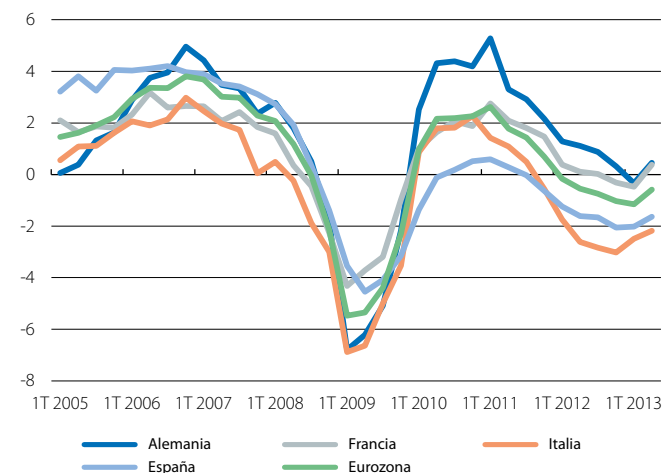
(Índice)



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

Eurozona: PIB de los principales países

Variación interanual (%)



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

mestres consecutivos con tasas de crecimiento positivas. En 3T 2013 volvió a sorprender positivamente con un avance del 0,8% intertrimestral (en 2T 2013 ya anotó un avance del 0,7%), y consolida así su recuperación.

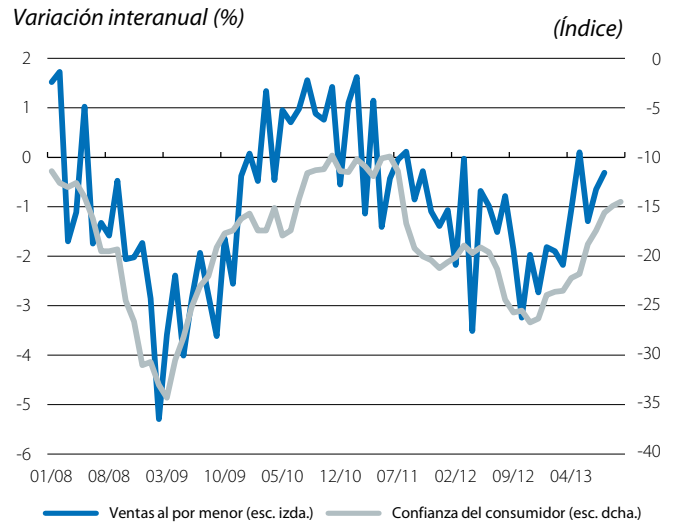
La demanda interna de la eurozona se mantiene débil, aunque con signos de mejoría. El 2T fue el punto de inflexión para la demanda interna, que empezó a anotar tasas de crecimiento positivas por primera vez desde principios de 2011. En referencia al consumo de los hogares, este apuntala la senda alcista iniciada a principios de año, como muestra el indicador de confianza del consumidor, cuya mejoría en 3T ha sido casi el doble que en 2T (4,9 puntos respecto a 2,8). Aunque los consumidores vayan ganando confianza, aún está costando que esto se traduzca en un incremento en el consumo, como vemos al analizar los datos de ventas al por menor, cuya variación interanual es de -0,3% en agosto, frente al -0,6% del mes anterior. Por tanto, estas continúan reduciendo su ritmo de contracción, pero con cierta lentitud.

La tasa de paro toca techo. Hace dos meses que se mantiene estable en el 12,2% y, si se confirma la salida de la recesión, podría empezar a reducirse gradualmente de cara a final de año y principios del siguiente. Así lo sugiere el índice de expectativas de contratación, que en septiembre mejoró por sexto mes consecutivo, y se acerca a las cotas en las que históricamente se ha empezado a generar empleo (véase Focus «La creación de empleo llegará a distintas velocidades»). Dado que el mercado laboral sigue mostrando tasas de paro elevadas, no se están dando presiones sobre los salarios, manteniendo la inflación contenida en niveles moderados dada la coyuntura económica, y que el precio del petróleo se mantiene en mínimos anuales (véase Focus «¿Riesgo de deflación en la eurozona?»).

El sector exterior es el principal soporte de la recuperación. El superávit por cuenta corriente está mejorando. En 2T 2013 se situó en el 1,2% del PIB, 1,1 puntos porcentuales por encima del registro de 2T 2012. Aunque, en gran medida, la mejora de la cuenta corriente se ha producido por la caída de las importaciones de bienes (-5,2% interanual en 2T 2013), las exportaciones han mantenido tasas de crecimiento notables durante los últimos trimestres: entre 1T 2010 y 2T 2013 han crecido, en promedio, un 6,1% interanual. Esto ha permitido amortiguar el impacto de la crisis sobre la actividad económica. Además, esta tendencia es probable que continúe en los próximos meses. El índice de expectativas de exportaciones, por ejemplo, ha seguido mejorando y ya se sitúa en niveles de finales de 2011.

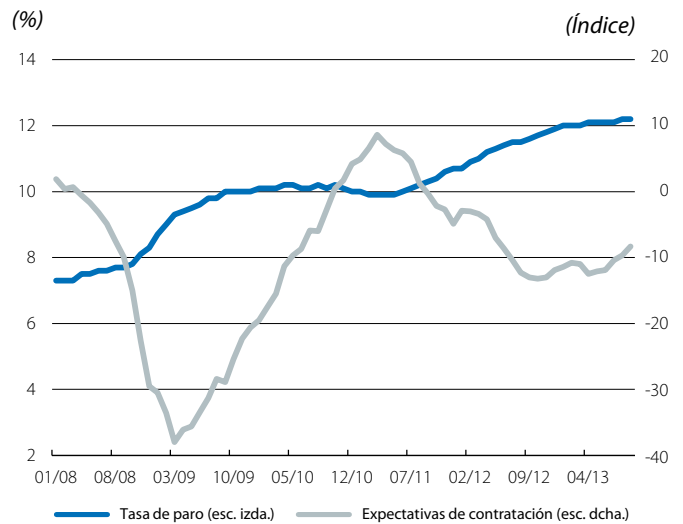
Las amenazas sobre el apoyo que puede prestar el sector exterior al proceso de recuperación parecen controladas. Uno de los factores que en los últimos meses ha ganado fuerza y que, de mantenerse, podría frenar el crecimiento de las exportaciones es la apreciación del euro. La moneda única no solo se ha apreciado notablemente respecto al dólar (alrededor de un 7% en los últimos doce meses), sino que también lo ha hecho de forma notable respecto al resto de socios comerciales de la

Eurozona: indicadores de demanda



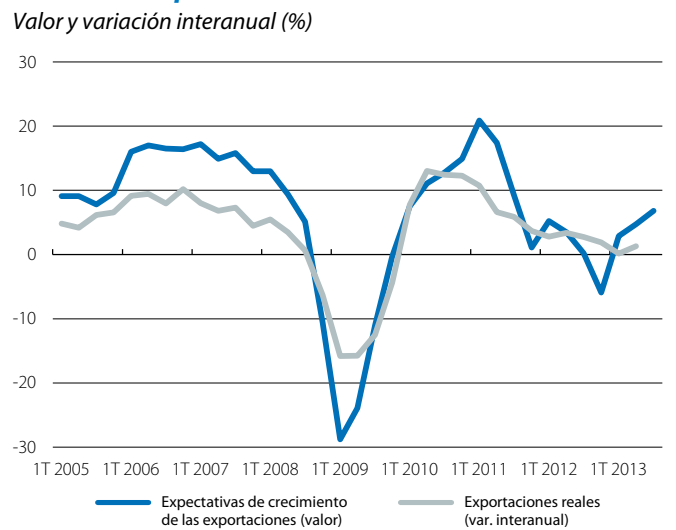
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit y Eurostat.

Eurozona: indicadores del mercado laboral



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

Eurozona: exportaciones



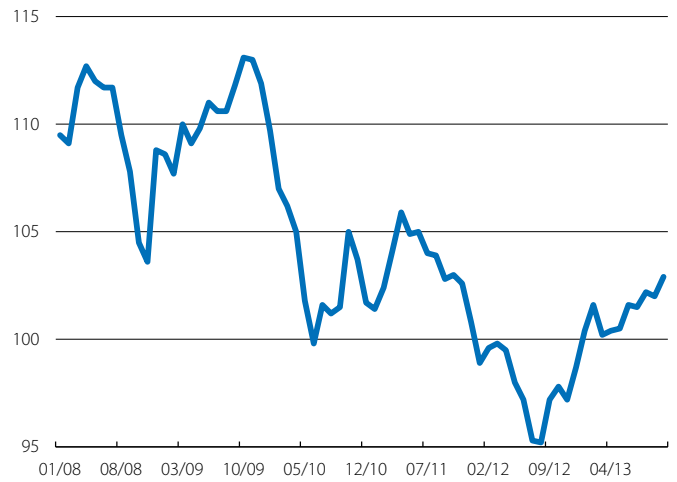
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y Comisión Europea.

eurozona. Una buena muestra de ello es el tipo de cambio efectivo real, que se ha apreciado un 5,2% desde octubre de 2012. El segundo factor a tener en cuenta es la desaceleración del crecimiento de los países emergentes. En los últimos diez meses, por ejemplo, el crecimiento del PIB previsto por el consenso de analistas para 2014 de los principales países asiáticos se ha reducido en 0,20 p. p., y el de los principales países de Latinoamérica, en 0,80 p. p. En cualquier caso, el crecimiento previsto sigue siendo elevado, de 4,7% y 3,1%, respectivamente, y es probable que la corrección a la baja no se prolongue mucho más. Estas revisiones han sido consecuencia, sobre todo, de las salidas de capitales que se produjeron por los temores a una reducción de los estímulos monetarios en EE. UU., el famoso *tapering*. Unos temores que ahora se han disipado, ya que la incertidumbre que rodea la política fiscal estadounidense obligará a mantener la política monetaria en modo acomodaticio para asegurar que la recuperación de la actividad no descarrila.

La fragmentación en los mercados financieros sigue presente. En los mercados de deuda soberana se han producido notables avances en los últimos meses, con importantes reducciones de las primas de riesgo de los países periféricos. Pero la fragmentación persiste en torno a los costes de financiación de los hogares y empresas, cuyas diferencias entre países siguen siendo elevadas; por ejemplo, el diferencial entre países *core* y periferia en los tipos de interés promedio de préstamos a empresas se sitúa en 2013 cerca de los 2,6 p. p., respecto a los 0,8 p. p. en 2007. Esta situación es incompatible con el funcionamiento normal de una unión monetaria y con la transmisión eficiente de la política monetaria, la cual sigue plenamente acomodaticia manteniendo el tipo de interés oficial en 0,5% con posibilidad de que se tomen más medidas de inyección de liquidez si el BCE ve presiones alcistas sobre los tipos monetarios.

En el marco del mecanismo único de supervisión, el BCE hizo pública la hoja de ruta del proceso de evaluación de la banca europea. Este afectará a 130 entidades de crédito de dieciocho estados miembros, y se empezará a llevar a cabo en noviembre de 2013 con fecha de finalización prevista para octubre de 2014, cuando se publicarán los resultados por país y entidad. Este proceso consistirá en tres ejercicios: una evaluación del riesgo, un análisis de la calidad de activos (con un requisito de capital del 8,0% del CT1) y un test de estrés (del cual aún queda pendiente especificar los umbrales de capital). Una vez finalice el proceso de evaluación, y antes de que el mecanismo único de supervisión se ponga en pleno funcionamiento, los bancos europeos deberán aplicar las medidas correctoras surgidas de la evaluación, las cuales podrían incluir procesos de recapitalización y venta de activos. El interrogante surge en torno a los otros pilares de la unión bancaria, el mecanismo de resolución único y la procedencia de los fondos en caso de necesidades de capital. Estos temas deberán abordarse en el próximo consejo de ministros de economía y finanzas de la Unión Europea (ECOFIN), previsto para el 15 de noviembre.

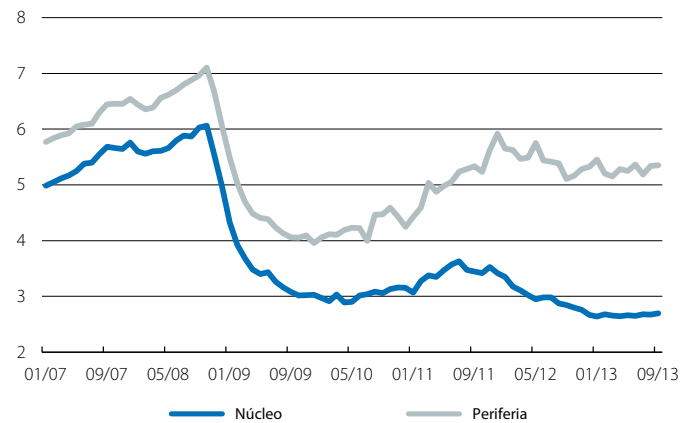
Eurozona: tipo de cambio efectivo
(Índice)



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

Eurozona: crédito a empresas

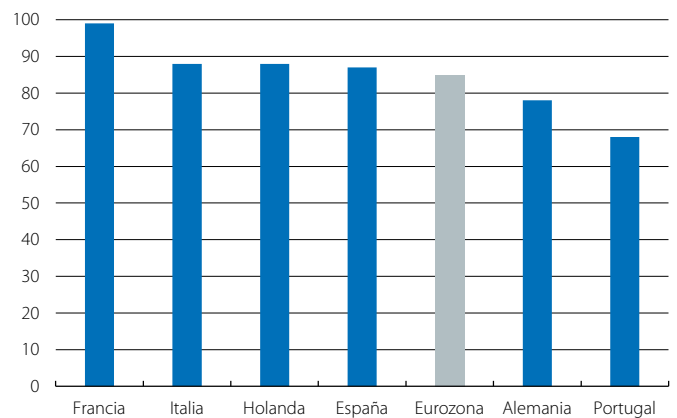
Tipo de interés promedio de préstamos inferiores a un millón de euros (%)



Nota: Núcleo incluye Austria, Bélgica, Alemania, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Países Bajos. Periferia incluye España, Grecia, Italia, Irlanda y Portugal.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

Volumen de activos bancarios que serán supervisados por el BCE

Total de activos por región (%)



Nota: Porcentaje de activos bancarios que pasarán a ser supervisados por el BCE respecto al total de activos de los bancos por país o región.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

FOCUS · La creación de empleo llegará a distintas velocidades

El PIB de la eurozona volvió a anotar una tasa de crecimiento positiva en 2T 2013 (0,3% intertrimestral), tras seis trimestres consecutivos de contracción. La mejora fue generalizada: Alemania y Francia lideraron la recuperación (0,7% y 0,5% intertrimestral, respectivamente), mientras que en la periferia la recesión siguió menguando. La evolución de los últimos indicadores económicos apunta a que las tasas de crecimiento irán ganando tracción en los próximos trimestres. La pregunta ahora es: ¿cuándo se empezará a generar empleo?

Tradicionalmente el cambio de tendencia del mercado laboral no suele llegar hasta que las perspectivas de crecimiento a medio plazo se han recuperado. Es por ello que, de momento, el reciente avance de la actividad económica de la eurozona justo está empezando a dejar una ligera huella en el mercado laboral. Todavía se destruye empleo, pero a menor ritmo. Concretamente, la caída intertrimestral del empleo se redujo tres décimas en 2T 2013, hasta el -0,1%.

Una forma relativamente sencilla de determinar con algo más de precisión el momento a partir del que se podría empezar a generar empleo, consiste en analizar la relación histórica entre la variación del PIB y la de la ocupación.⁽¹⁾ En general, cuanto mayor es el crecimiento del PIB mayor suele ser la tasa de crecimiento del empleo, y viceversa. Pero el ritmo mínimo de crecimiento del PIB a partir del que se suele generar empleo, conocido como umbral de creación de empleo (UCE), ha sido, históricamente, muy distinto entre países.

Por un lado, países como Alemania y Austria presentan un UCE negativo. Esto es, estas economías pueden llegar a no destruir empleo con tasas de variación moderadamente negativas del PIB. Un buen ejemplo de ello es lo que ha sucedido durante los últimos años: mientras el PIB ha caído con más o menos fuerza en estos países, la destrucción de ocupación ha sido prácticamente nula en todos ellos. La flexibilidad de su mercado laboral ha permitido minimizar el impacto de la recesión sobre el empleo. En estos países, las empresas pudieron reducir las horas trabajadas por sus empleados cuando se enfrentaron a una demanda más débil sorteando así la pérdida de ocupación. Si en lugar de analizar la relación entre la evolución del PIB y el número de personas ocupadas se hace con el número de horas trabajadas el resultado es distinto: para que el número de horas trabajadas crezca es necesaria una tasa de crecimiento del PIB positiva.

Por otro lado, los países de la periferia presentan un UCE positivo: suelen generar empleo cuando el PIB muestra

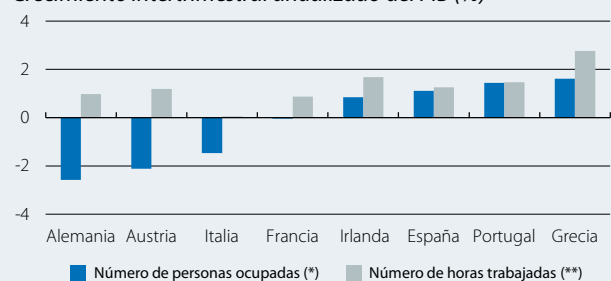
tasas de crecimiento positivas. En particular, se observa que la tasa de crecimiento intertrimestral anualizada a partir de la cual se ha generado empleo se sitúa en el 0,8% en Irlanda, en el 1,1% en España, en el 1,4% en Portugal y en el 1,6% en Grecia.⁽²⁾ En estos países, en los que históricamente el mercado de trabajo ha sido menos flexible, no se ha podido ajustar el número de horas trabajadas y, por tanto, el ritmo de crecimiento del PIB necesario para generar empleo o para que crezca el número de horas trabajadas es, en general, más similar.

Estos valores son indicativos del ritmo de crecimiento a partir del que, históricamente, se han creado puestos de trabajo en términos netos, pero los profundos cambios que están llevando los países periféricos invita a tomarse estas cifras con cautela. Las ganancias de competitividad del factor trabajo que se han producido durante los últimos años es probable que reduzcan el UCE. También es de esperar que la flexibilización del mercado laboral en países como España o Portugal facilite la recuperación del empleo. Finalmente, el cambio en el modelo productivo que se está produciendo en muchos de los países periféricos, en general con un mayor peso del sector exportador, también podría modificar el UCE, aunque en este caso el efecto final es difícilmente generalizable ya que depende del tipo de sectores que lideren este proceso.

En definitiva, la creación de empleo en la eurozona parece que está cerca. Los países del centro, en los que se prevé que la recuperación gane tracción durante los próximos trimestres, deberían consolidar el buen momento que atraviesa su mercado laboral. En los países de la periferia, donde la creación de empleo es más apremiante, se esperan tasas de crecimiento alrededor del 1% para el año próximo, un nivel cercano a su UCE histórico. Será, por tanto, un buen test para comprobar si las reformas emprendidas en los últimos años empiezan a dar sus frutos.

Umbrales de creación de empleo

Crecimiento intertrimestral anualizado del PIB (%)



Notas: (*) Crecimiento del PIB necesario para que crezca el número de personas ocupadas.

(**) Crecimiento del PIB necesario para que crezca el número de horas trabajadas.

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

(2) Estos coeficientes se han obtenido tras estimar la siguiente regresión con datos trimestrales entre 1T 2000 y 2T 2013 para cada país:

$$\Delta \log \text{Empleo}_t = c + a_1 \Delta \log \text{PIB}_t + a_2 \Delta \log \text{PIB}_{t-1}$$

(1) Véase «Informe de evaluación del impacto de la reforma laboral» del Ministerio de Empleo y Seguridad Social (2013) y De Cea, P. y Dolado, J.J., «Output Growth Thresholds for Job Creation and Unemployment Reduction in Spain» (2013).

FOCUS · ¿Riesgo de deflación en la eurozona?

La inflación se encuentra en tasas moderadas en el conjunto de la eurozona. En septiembre se situó en el 1,1% (el avance de octubre, en 0,7%), pero la tendencia bajista que se ha producido desde mediados del año pasado ha provocado que empiecen a aumentar los temores a una posible deflación. En un entorno en el que el recorrido a la baja de los tipos de interés nominales es muy limitado, una caída de la inflación aumentaría los tipos de interés reales, lo que dificultaría la capacidad de recuperación de la eurozona. Además, muchos países deben llevar a cabo importantes esfuerzos de desapalancamiento, y tasas de inflación bajas complicarían aún más el proceso. Procederemos, por tanto, a analizar si los temores a una posible deflación son fundamentados.

En parte, la reducción de la tasa de inflación que se ha producido durante los últimos meses es un reflejo de la situación económica. La utilización de la capacidad productiva se mantiene en niveles bajos: en 2T 2013 estaba en el 78,3%, 2,8 puntos porcentuales por debajo del promedio histórico. La situación del mercado laboral también mantiene las presiones inflacionistas muy contenidas, dado que la tasa de paro se ha mantenido alrededor del 12% durante este año y esto sitúa el crecimiento de los salarios en tasas moderadas. Confiamos en que estos factores vayan remitiendo a medida que la recuperación de la actividad gane tracción en los próximos trimestres. Aunque se espera que el proceso de recuperación de la eurozona sea muy gradual y, por tanto, se prevé también que la utilización de la capacidad productiva y la tasa de paro se recuperen de forma paulatina, lo que sí parece claro es que estos factores dejarán de presionar la tasa de inflación a la baja.

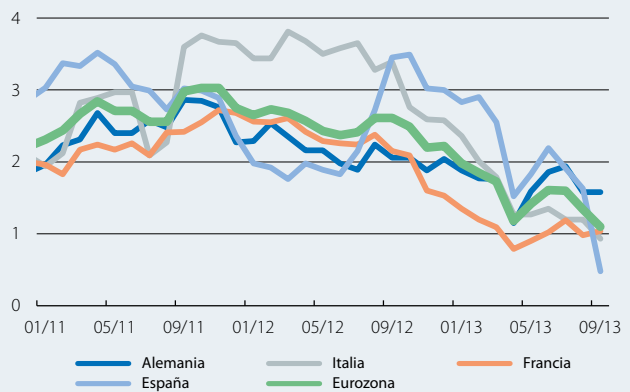
Existen otros dos elementos que también han ayudado a que la tasa de inflación se redujera durante los últimos meses: la evolución del precio del petróleo y los cambios impositivos que se han producido en varios países de la eurozona. Respecto al primer factor, sirva de ejemplo que, en promedio, el precio del petróleo de calidad Brent se situó en los 87,3 euros por barril entre enero y septiembre de 2012, mientras que en 2013 se ha situado en los 82,1 euros. Dado que en los próximos meses se espera que el precio del petróleo se mantenga estable en niveles similares al actual, este no debería ser un factor que siguiera presionando la tasa de inflación a la baja. Por otro lado, en los últimos meses se ha revertido el efecto de los aumentos impositivos que se habían producido en varios países de la eurozona. Muestra de ello es que la inflación a impuestos constantes, excluyendo productos energéticos, se ha mantenido más estable durante los últimos meses (1,1% en septiembre de 2013 frente al 1,4% en enero de 2012). O, dicho de otra

forma, se reduce en 0,3 p. p. frente a los 0,9 p. p. para el IPC general.

En definitiva, la caída de la tasa de inflación que se ha observado durante los últimos meses responde a factores coyunturales y transitorios. Para que tuviera lugar una deflación, la eurozona debería entrar de nuevo en recesión y, si bien los riesgos siguen siendo elevados, todo indica que el rumbo que finalmente ha tomado la región es el contrario: la recuperación.

IPC armonizado para los principales países de la eurozona

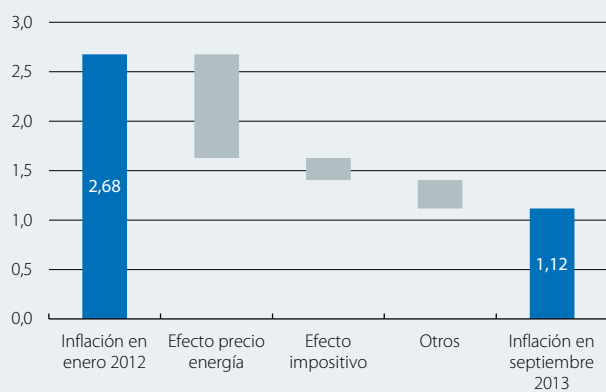
Variación interanual (%)



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

Contribución a la caída de la inflación de la eurozona

Variación interanual (%)



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

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE LA ZONA DEL EURO

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13	10/13
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,2	-1,7	-2,6	-2,0	-0,8	-0,6	-0,3	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,3	-2,4	-3,1	-2,3	-1,1	-1,9	-2,1	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,3	-26,2	-23,7	-20,9	-17,4	-15,6	-14,9	-14,5
Sentimiento económico	101,8	90,4	86,8	90,1	89,8	92,5	95,3	96,9	97,8
PMI manufacturas	52,2	46,2	45,9	47,5	47,9	50,3	51,4	51,1	51,3
PMI servicios	52,6	47,6	46,9	47,6	47,5	49,8	50,7	52,2	50,9
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,3	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-	...	-	...
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	10,2	11,4	11,8	12,0	12,1	12,1	12,2	12,2	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,3	5,3	5,2	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,3	10,6	10,8	10,8	11,0	11,0	11,1	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	11,3	11,9	12,1	12,1	12,4	12,5	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,1	26,1	26,5	26,4	26,5	26,6	26,6	...

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

Sector exterior

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

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13	10/13
Saldo corriente: zona del euro	0,1	1,5	1,5	1,8	2,1	2,2	2,2	...	...
Alemania	6,2	7,0	7,0	6,9	7,0	7,0	6,9	...	...
Francia	-1,8	-2,2	-2,2	-2,2	-1,9	-1,9	-1,8	...	...
Italia	-3,1	-0,4	-0,4	0,1	0,3	0,4	0,6	...	...
España	-3,8	-1,1	-1,1	-0,2	0,4	0,5	0,6	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal⁽¹⁾ (valor)	103,4	97,9	97,9	100,7	100,8	101,5	102,2	102,0	102,8

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

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ⁽¹⁾	2,0	-0,3	-1,5	-1,4	-2,1	-2,8	-2,9	-2,7
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	2,7	1,2	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁽³⁾ (%)	2,8	2,4	2,2	2,1	2,2	2,2	2,1	2,2
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁽⁴⁾ (%)	3,3	3,1	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8
Depósitos								
Depósitos a la vista	1,4	4,1	7,2	8,0	9,4	8,1	7,6	7,3
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	1,9	1,0	0,1	0,2	0,4	0,2
Instrumentos negociables	-5,5	0,5	-3,2	-9,7	-15,6	-17,7	-16,3	-16,6
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,6	2,8	2,7	2,4	2,1	1,9	1,8	1,7

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.

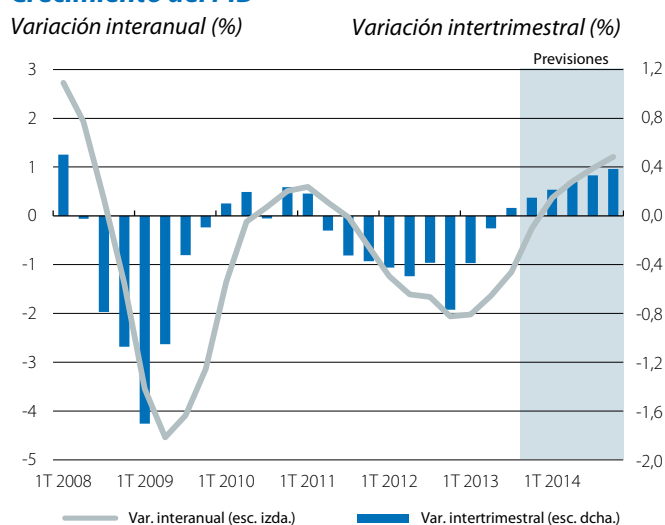
ECONOMÍA ESPAÑOLA

La economía española vuelve a crecer tras más de dos años en recesión. Según el dato preliminar del INE, el PIB aumentó un 0,1% intertrimestral en 3T 2013, lo que sitúa la tasa de variación interanual en el -1,2%. Se pone fin así a nueve trimestres consecutivos de contracción que, sumados a la primera recesión de 2008-2009, han reducido el PIB real en un 7,5% respecto a su nivel de 1T 2008. La salida de la recesión se sustenta en el sector exterior, que habría incrementado su aportación al crecimiento del PIB intertrimestral en 2 décimas hasta los 0,4 p. p. según estimaciones del Banco de España y nuestras previsiones. La buena marcha del turismo, que en los doce meses hasta septiembre alcanzó un nuevo máximo histórico con 59,6 millones de visitas, y la caída de las importaciones explicarían esta mayor aportación. Las exportaciones de bienes, en cambio, crecieron a un menor ritmo entre julio y agosto que en 2T. Para que el conjunto de la economía recupere el pulso, es imprescindible que la demanda interna también vaya ganando tracción. De momento, las estimaciones apuntan a que su ritmo de caída se ha estabilizado, con una contribución al crecimiento del PIB similar a 2T (-0,3 p. p.).

El turismo contribuye a la creación de empleo en 3T 2013. El número de ocupados registró uno de los mayores aumentos en 3T desde el inicio de la crisis (39.400). Ello refleja el buen comportamiento de los servicios que, a su vez, se debe tanto a la excelente campaña turística como a la mejor evolución del resto de servicios de mercado. Así, por ejemplo, el número de ocupados aumentó en 24.800 en el comercio y en 6.700 en las actividades profesionales, científicas y técnicas. Incluso los servicios más afectados directamente por la crisis, como actividades inmobiliarias y financieras, registraron un aumento de la ocupación en este trimestre. En cambio, los servicios de no mercado (Administración pública, educación y sanidad) siguen su proceso de ajuste y, en conjunto, destruyeron empleo (-76.600). Más allá de los servicios, las señales de mejora todavía no se aprecian ostensiblemente en el resto de sectores. La industria destruyó más empleo en 3T 2013 (-14.700) que el promedio de los tres años precedentes en 3T (-6.100). La construcción, en cambio, atenuó el ritmo de destrucción de puestos de trabajo. Tras haber perdido más de 1,6 millones de trabajadores desde 2008, todo indica que la ocupación en este sector se estabiliza en alrededor de 1 millón de personas. Se espera que la mejora del mercado de trabajo continúe a medida que se consolida la recuperación económica.

La tasa de paro se redujo por segundo trimestre consecutivo y se situó en el 26,0% en 3T 2013. La caída, de 0,3 p. p., se debe, en parte, a un nuevo retroceso de la población activa (-33.300). Como ya ocurría en el trimestre anterior, la población extranjera es responsable de este descenso (-38.500), mientras que los activos de nacionalidad española registraron un ligero aumento (5.200). En los próximos trimestres, esperamos nuevos descensos de la población activa, aunque irán moderándose. La tasa de paro también seguirá una senda descendente, pero muy gradual.

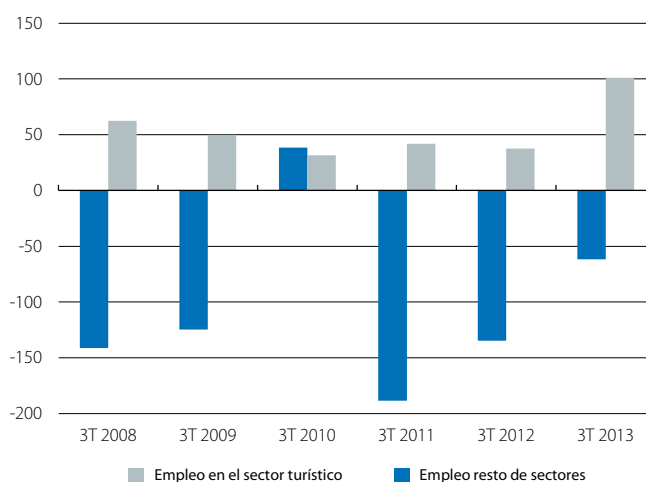
Crecimiento del PIB



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

Evolución del empleo en 3T

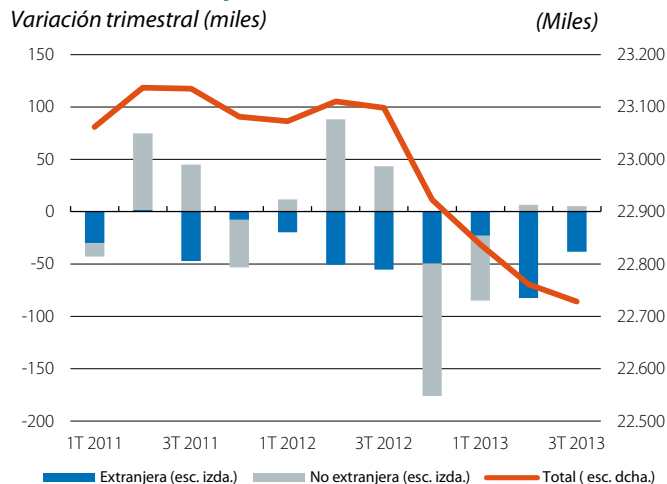
Variación intertrimestral (miles de empleados)



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

Población activa por nacionalidad

Variación trimestral (miles)



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

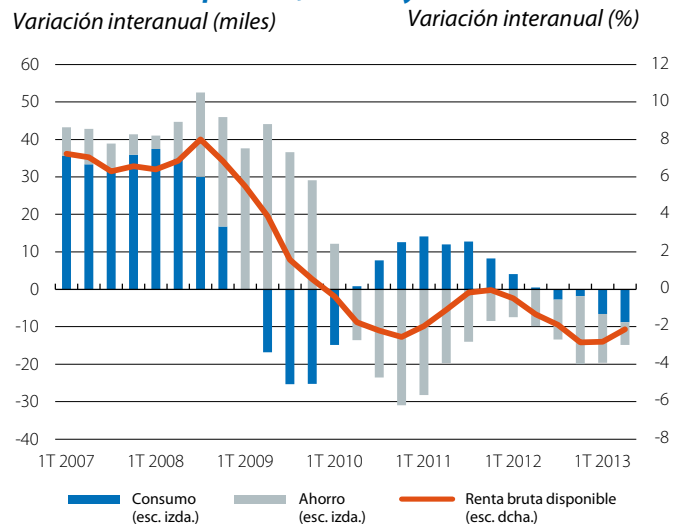
El consumo privado va ganando apoyos. Por un lado, la estabilización del mercado de trabajo ayudará a detener el retroceso de la renta disponible de los hogares. Los últimos datos disponibles, referentes a 2T, muestran que su descenso se está desacelerando (-2,1% interanual en 2T vs. -2,8% en 1T). El consumo privado también cuenta con otro tipo de soportes, como la extensión del plan PIVE para la compra de vehículos, que debería mantener la buena progresión de las matriculaciones de automóviles. Todo ello se ha visto reflejado en una mejora sustancial de los indicadores de demanda en 3T. La confianza del consumidor se encuentra en niveles claramente superiores a los de 2T, aunque en octubre descendió ligeramente. Las ventas minoristas de septiembre registraron la primera tasa de variación interanual positiva en 3 años. Parte de este incremento se debe a que se ha deshecho el efecto de adelanto de compras por el aumento del IVA en septiembre de 2012. De todos modos, si comparamos el promedio del índice en los meses de agosto y septiembre respecto al año anterior, el ritmo de caída se ha moderado (-1,2% interanual).

Los consumidores también cuentan con el apoyo de la baja inflación, que ayuda a mantener el poder adquisitivo de los hogares. Según el avance de octubre, la inflación se situó en terreno negativo (-0,1% interanual), algo que no ocurría desde octubre de 2009. Esta caída es superior a la que contemplaban nuestras previsiones y la de la mayoría de analistas. Todavía no se conoce el desglose por componentes, pero todo apunta a que el mayor retroceso se explicaría por la caída de los precios de alimentos no elaborados y por la moderación en el incremento de los precios en la enseñanza universitaria, que el año pasado se encarecieron un 22,3% intermensual. La dilución de este segundo efecto habría reducido la variación interanual del IPC en 0,1 p. p. Además, los bajos precios del petróleo podrían haber compensado la subida en la factura de la electricidad, por lo que el componente energético habría caído más de lo esperado. De todos modos, prevemos que en los próximos meses la inflación volverá a tasas positivas, pero moderadas.

Mejora de las perspectivas de crecimiento de la economía española. En octubre, el consenso de analistas situó la tasa de variación anual del PIB en el -1,3% para 2013 y en el 0,5% para 2014, lo que supone una revisión de 3 décimas al alza en ambos casos respecto a las previsiones de hace solamente unos meses. La mejoría de las previsiones responde a la mayor confianza sobre la capacidad de generar crecimiento de la economía española, los avances en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y la credibilidad de los ajustes y reformas emprendidos. Ello también se ha reflejado en la progresiva normalización de los flujos de financiación provenientes del exterior y el descenso de la prima de riesgo. En esta línea, también el Gobierno ha elevado las previsiones de crecimiento del PIB a medio plazo, que se prevé de un 1,3% en 2015 y un 1,7% en 2016 (0,9% y 1,5% en la previsión anterior).

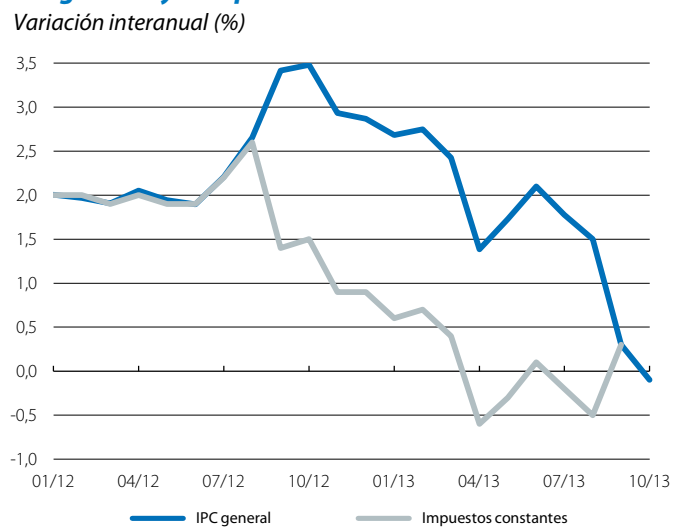
Persiste el riesgo de una ligera desviación del objetivo de déficit público. Los datos de ejecución presupuestaria de septiembre muestran que el déficit del Estado se redujo en 3 décimas respecto al mes anterior, hasta el 3,6% del PIB (mismo nivel que en septiem-

Renta bruta disponible, ahorro y consumo



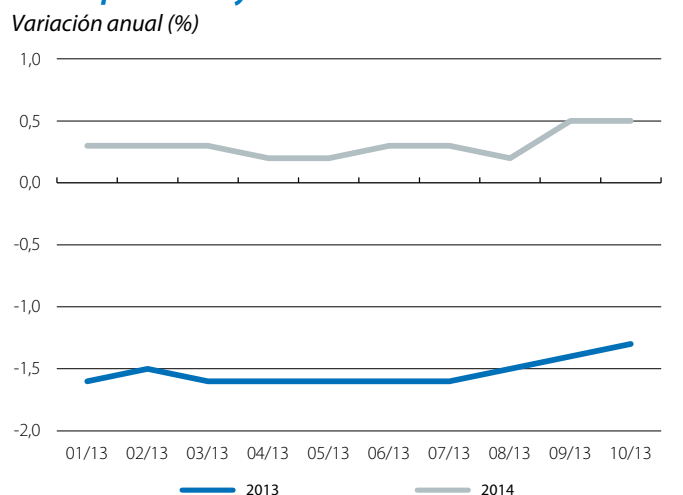
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

IPC general y a impuestos constantes



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

Evolución de las expectativas de crecimiento del PIB para 2013 y 2014



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

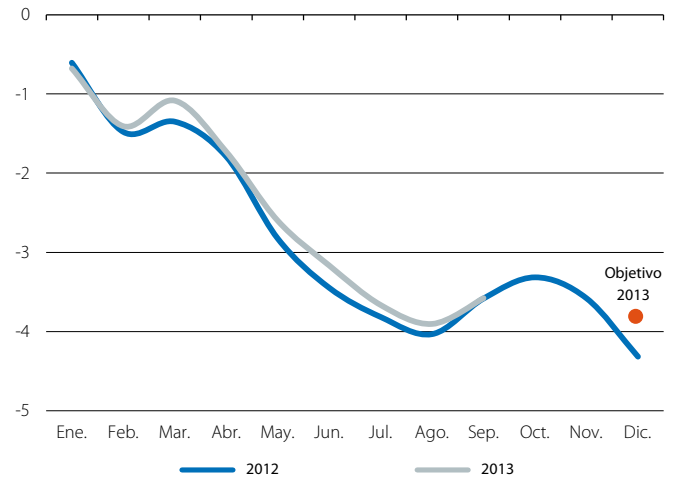
bre de 2012). A pesar del posible efecto positivo del crecimiento de la economía en 4T 2013, parece difícil que el Estado alcance el objetivo de déficit (-3,8% del PIB) dado que entre octubre y diciembre del año pasado, cuando se tomaron numerosas medidas (subida del IVA, eliminación de la paga extra, recaudación extraordinaria por amnistía fiscal), el déficit aumentó en 7 décimas. Por ello, mantenemos una previsión de déficit del 6,9% incluyendo las pérdidas bancarias (0,3% del PIB) ligeramente superior al objetivo para el conjunto de las AA. PP. (6,8% del PIB).

El crédito bancario sigue cayendo en un contexto de desapalancamiento privado y saneamiento de balances bancarios. En septiembre, el crédito bancario al sector privado se redujo un 12,4% interanual, un descenso similar al de los meses precedentes y que denota una cierta estabilización en los flujos de crédito. Parte de este retroceso refleja el traspaso de activos a la Sareb en diciembre y febrero, pero incluso cuando se descuenta este efecto, la bajada es del 6,6%. En el caso de las empresas, parte de la caída de la financiación bancaria es sustituida por emisión de valores distintos de acciones, que evidencian un crecimiento del 12,5% interanual. En el caso de los hogares, gran parte del descenso del saldo vivo de crédito se debe a la amortización anticipada de préstamos por la adquisición de vivienda. El necesario proceso de ajuste de los balances del sector privado hace ineludible la reducción de su nivel de endeudamiento, por lo que es de esperar que la debilidad de la demanda todavía persista un tiempo más.

Las condiciones que limitaban la oferta de crédito van perdiendo peso. Las entidades españolas han hecho un importante esfuerzo de saneamiento de sus balances, con un aumento de las provisiones del 11,9% en el último año. Además, las fuentes de financiación bancaria se van normalizando: los depósitos aumentan (5,4% interanual), la apelación a la financiación del BCE se reduce (-36% interanual) y la emisión de bonos tienen buena acogida entre los inversores. Con todo, la tasa de morosidad bancaria subió hasta el 12,1% en agosto y es previsible que en septiembre aumente de nuevo por la adopción de los nuevos criterios de clasificación de los créditos refinanciados. Estos criterios serán de aplicación para toda la banca europea para los ejercicios de análisis de la calidad de los activos que se iniciarán este noviembre, como paso previo a la entrada en funcionamiento del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) en noviembre de 2014. En España, 16 entidades están sujetas a este ejercicio, lo que representa un 87% de los activos del sector. Dado el importante esfuerzo de saneamiento que ya ha realizado la banca española, no se esperan sorpresas de última hora. Lo mismo se constata en el último informe de Estabilidad Financiera Global del FMI, en el que alerta sobre la morosidad latente en el sector empresarial. A partir de un análisis de la capacidad de devolver la deuda contraída por las sociedades no financieras, el estudio concluye que en España las pérdidas bancarias potenciales ascenderían a 104.000 millones de euros en el escenario más adverso, una cantidad que podría cubrirse completamente con las provisiones existentes. En el caso de Italia y Portugal, las pérdidas estimadas son mayores que las provisiones, lo que generaría pérdidas adicionales que deberían cubrirse con los beneficios futuros y con consumo de capital.

Ejecución presupuestaria del Estado

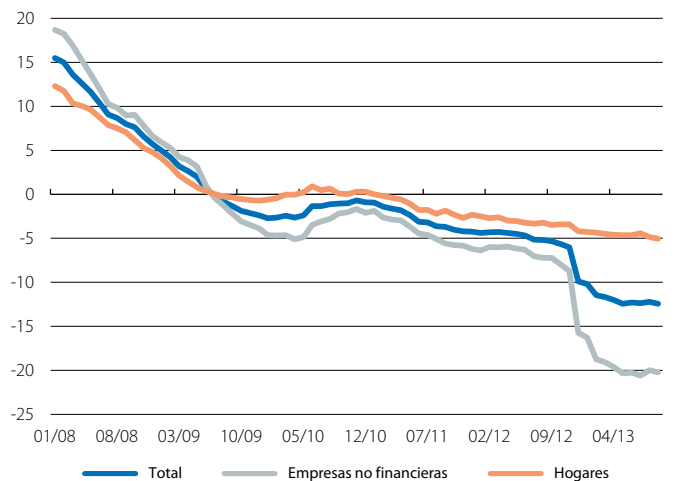
Saldo acumulado en lo que va de año (% PIB)



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

Crédito bancario al sector privado

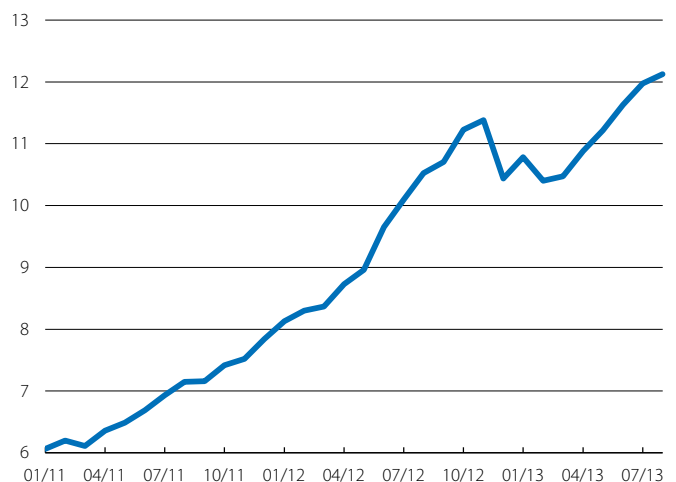
Variación interanual (%)



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

Tasa de morosidad

Dudosos sobre crédito total (%)



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

FOCUS · PGE 2014: el esfuerzo de consolidación fiscal se reduce

El proyecto de los Presupuestos Generales del Estado (PGE) de 2014 revela una diferencia muy significativa respecto a los de ejercicios anteriores: el esfuerzo de consolidación fiscal del Estado se reducirá significativamente el año que viene. Los motivos son principalmente dos: un objetivo de reducción del déficit del Estado menos ambicioso y el esperado efecto positivo de la recuperación económica en las cuentas públicas.

Por lo que se refiere al primer aspecto, el ajuste del déficit exigido al Estado para 2014 es de tan solo una décima, del 3,8% del PIB al 3,7%. Una corrección, por lo tanto, inferior a la efectuada en 2011 y 2012, de cinco y nueve décimas, respectivamente. El segundo factor que reduce las exigencias presupuestarias es la mejora de la economía española en 2014. Según el Gobierno, el PIB crecerá, en términos reales, un 0,7% anual el próximo ejercicio y en términos nominales, un 2,1%. Dado que el objetivo de déficit se establece como ratio del PIB, solo con el aumento de este último (el denominador) el déficit del Estado se reducirá en una décima.

Además, la recuperación de la actividad económica también jugará a favor de la mejora de los flujos presupuestarios del sector público. Así, de acuerdo con los PGE de 2014, el mayor consumo de los hogares incrementará la recaudación del IVA en 1.335 millones de euros el año que viene (un 2,5% más que en 2013). Pero este no es un caso aislado. Según estimaciones del Banco de España, un crecimiento del PIB nominal del 1,0% se traduce en un aumento de la recaudación impositiva del 1,3%.⁽¹⁾ Los impuestos directos son los que presentan una mayor elasticidad: por cada punto porcentual de crecimiento del PIB, la recaudación del IRPF aumenta un 1,9%, y la del impuesto de sociedades, un 1,2%. Si aplicamos estas cifras al crecimiento del PIB nominal previsto en los PGE de 2014, observamos que en tres de las cuatro principales figuras tributarias, el aumento de los ingresos previsto en los PGE es inferior al que se obtiene utilizando la elasticidad histórica y las previsiones del Gobierno. Parece, por tanto, que la evolución de los ingresos impositivos presupuestados en los PGE es relativamente conservadora. De hecho, de producirse una desviación en el objetivo de déficit este año, el año que viene podría haber cierto margen de maniobra para poder recuperar el terreno perdido.

El menor esfuerzo fiscal previsto para 2014 también permitirá reducir la presión sobre el gasto del Estado. De hecho, en términos de contabilidad nacional, el gasto presupuestado del Estado aumentará ligeramente en 2014. El gasto en infraestructuras e investigación, que entre 2010 y 2013 se redujo prácticamente a la mitad, seguirá reduciéndose, pero a un ritmo menor.

(1) Véase Banco de España, la nueva Ley de Estabilidad Presupuestaria. Boletín Económico, abril 2013.

En definitiva, tras unos años con intensos ajustes en las cuentas del Estado, finalmente la presión empezará a disminuir. Esta circunstancia, sin embargo, no debe permitir que se ponga en duda el compromiso con la senda de consolidación fiscal. El nivel de deuda pública superará el 100% del PIB en 2015, un nivel en el que es deseable que no se produzcan sorpresas de última hora.

Contribución al ajuste del déficit del Estado en 2014

(% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de los datos de los PGE 2014.

Evolución de los ingresos tributarios en 2014

	Avance liquidación 2013 (millones euros)	Aumento en 2014 según elasticidad histórica (%) ^(*)	Aumento previsto en los PGE 2014 (%) ^(**)
IRPF	71.982	4,0	1,6
Imp. sociedades	21.181	2,4	-8,4
IVA	53.397	2,1	2,5
Imp. especiales	20.344	2,1	-1,6

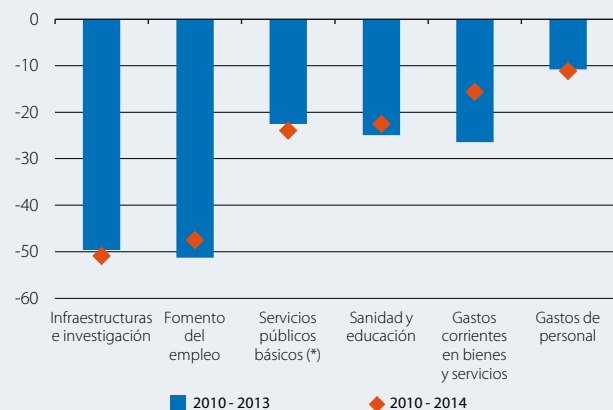
Notas: (*) Elasticidad de los ingresos es la variación porcentual de estos dado un incremento del PIB nominal del 1%. Utilizamos las elasticidades estimadas por el Banco de España, Boletín Económico, abril 2013.

(**) Una vez descontado el impacto de las medidas fiscales de 2014.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de los datos de los PGE 2014 y el Banco de España.

Ajustes en las principales partidas de gasto

Variación acumulada en los PGE desde 2010 (%)



Nota: (*) Incluye gasto en Justicia, Defensa y Política exterior.

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

FOCUS · Comercio electrónico: un mercado en expansión

Entre 2008 y 2012, las ventas por comercio electrónico⁽¹⁾ se incrementaron un 14,2% según la encuesta anual del INE sobre el uso de las TIC y el comercio electrónico en las empresas. Esta cifra contrasta con la evolución de las ventas totales que, en el mismo periodo, retrocedieron un 14,8% en el sector servicios y un 23,2% en la industria. Incluso los sectores que experimentaron una mayor caída en la cifra global de negocios, de más del 30%, gozaron de un modesto crecimiento de las ventas por Internet. Dado el gran potencial de crecimiento que ofrece este canal de distribución, en este Focus analizamos los patrones que siguen las empresas que lo están utilizando.

El número de empresas que se han subido al tren del comercio electrónico no ha parado de aumentar: en 2012, el 14,4% de las empresas realizaban ventas por los distintos canales electrónicos en comparación con el 11,1% en 2008. El volumen de negocio generado por estas ventas alcanzó los 183.110 millones de euros, lo que supuso el 14,0% del total de ventas efectuadas por empresas españolas. La penetración por sectores es bastante desigual: los servicios de alojamiento encabezan el ranking, con un 27,4% de las ventas a través de este canal, en contraste con solamente el 1,5% del sector inmobiliario.

Por tamaño, las grandes empresas son las que más ventas cierran a través del comercio electrónico, mientras que las medianas son las que más las han incrementado durante los últimos cuatro años. Ello refleja, en parte, el coste fijo asociado a acceder a este tipo de tecnología. A medida que los costes de acceso a la venta electrónica se reduzcan, es de esperar que las diferencias por tamaño empresarial se disipen.

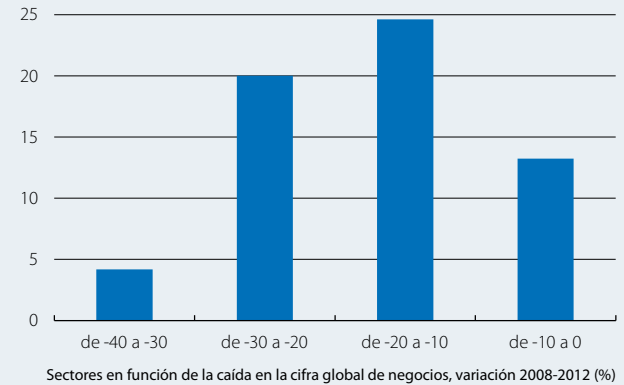
Una vez las empresas han adoptado este canal de distribución, lo usan para ampliar su mercado potencial e internacionalizarse. Así, en 2012, un 18% de las ventas *on-line* en España se destinaron al mercado exterior (un 14,7% a otros países de la UE y un 3,3% fuera de la UE). Es remarcable que tanto empresas grandes como pequeñas sigan este patrón, lo que indica que una vez se ha incurrido en el coste fijo de acceder a la nueva tecnología, las posibilidades de internacionalización que ofrece son similares para todo tipo de empresas.

En relación con los países de la UE, las empresas españolas están bien posicionadas: el porcentaje de empresas que venden por internet es similar a la media (14%) y superior al de Italia (4%) o Francia (11%). Sin embargo, todavía queda un largo camino por recorrer hasta alcanzar a países más avanzados como Alemania (22%) o los nórdicos (27% en Suecia). Seguir invirtiendo en tecnología e innovación es la vía para conseguir las mejoras de eficiencia empresarial que puede aportar el comercio electrónico.

(1) Se considera comercio electrónico cualquier transacción realizada a través de redes telemáticas. El pago o la entrega del producto pueden realizarse por estas u otras vías.

Ventas por comercio electrónico en función de la caída de ventas totales por sectores

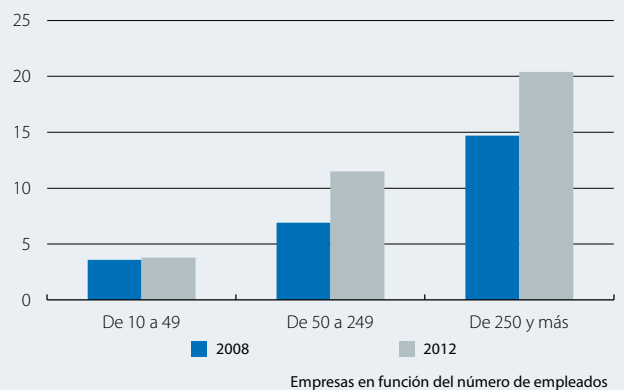
Ventas por comercio electrónico, variación 2008-2012 (%)



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

Comercio electrónico por tamaño de empresa

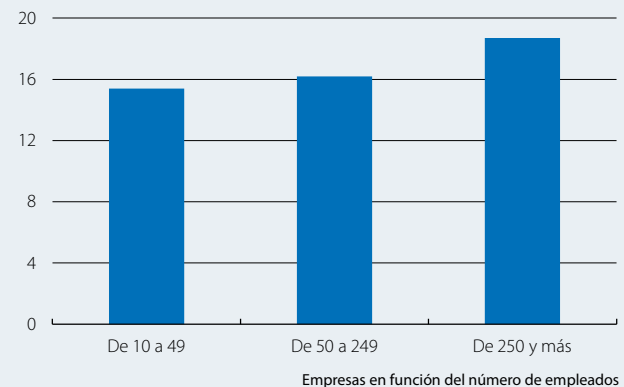
Peso promedio de las ventas por comercio electrónico sobre el total de ventas (%)



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

Exportaciones mediante comercio electrónico

Ventas por comercio electrónico que se destinan al mercado exterior (%)



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

FOCUS · Vuelve el capital extranjero

La crisis de deuda soberana llegó a su punto álgido cuando el temor a una posible ruptura del euro empezó a generar importantes salidas de capitales en los países periféricos. En 2013 esta tendencia ha cambiado por completo y, en España, la confianza de los inversores internacionales se ha recuperado notablemente, como señala el crecimiento de la inversión extranjera.

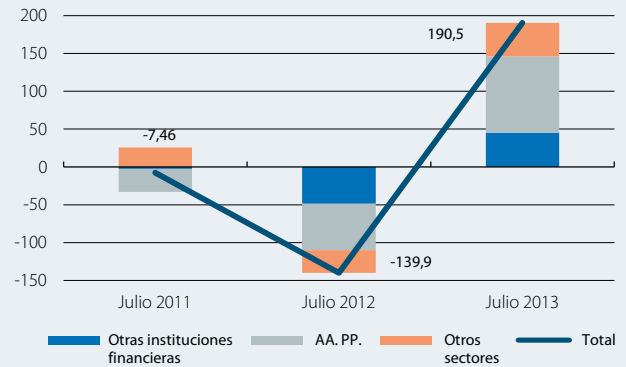
Donde observamos mejor este cambio de tendencia es en la evolución de la inversión en cartera, que llegó a desplomarse entre 2011 y 2012. Concretamente, en julio de 2012, la inversión extranjera neta en cartera acumulada durante los últimos doce meses fue 139,9 mil millones de euros inferior a la de julio de 2011. La salida de inversores extranjeros se generalizó en los distintos sectores institucionales, pero fue especialmente notable en las administraciones públicas, que acapararon un 43,8% de la disminución total. No fue hasta que Mario Draghi anunció que tomaría todas las medidas necesarias para garantizar el futuro del euro que esta tendencia empezó a cambiar, una declaración que, unida a los avances institucionales hacia un mayor nivel de coordinación e integración a nivel europeo, contribuyó también a reducir las dudas sobre el futuro de la moneda única. Desde entonces, la inversión extranjera neta en cartera ha ido recuperando el terreno perdido y, en julio de 2013, era ya 190,5 mil millones de euros superior a la del año anterior. La mejora también ha sido generalizada, aunque de nuevo las administraciones públicas repuntaron más (52,7% del aumento total).

Asimismo, el retorno de la inversión extranjera se está produciendo sin que el coste de la deuda haya aumentado. De hecho, el coste medio de emisión de deuda pública ha bajado significativamente, lo que ha supuesto que el rendimiento efectivo medio (sin incluir el MEDE) fuera del 3,4% en 2012 mientras que, en promedio, este año bajara hasta el 2,6%. Esta mejora también se observa en el sector privado, en el cual se está emitiendo deuda corporativa a costes cada vez menores. Por ejemplo, en agosto de 2012 el *spread* medio de las emisiones de empresas financieras era de 390 p. b., mientras que en octubre de 2013 ha sido de 147 p. b., tendencia que también comparten las empresas no financieras.

La inversión extranjera directa (IED) es en general a más largo plazo y, por lo tanto, menos volátil. En julio de 2012, la IED neta era solo 4,7 mil millones inferior a la del año anterior, lo que supuso una caída del 17,3%. En julio de 2013, el aumento ya era de 8,2 mil millones, por lo que esta pérdida ya se había recuperado. De hecho, a pesar de la caída sufrida en 2012, España se mantuvo como uno de los principales países europeos receptores de IED. En 2008, España era el quinto país receptor con 77,9 mil millones de dólares y en 2012, aunque la cantidad fue substancialmente inferior (36,2 mil millones de dólares), se continuó manteniendo en el top-10 de países receptores de IED.

Inversión extranjera neta en cartera, por sectores institucionales

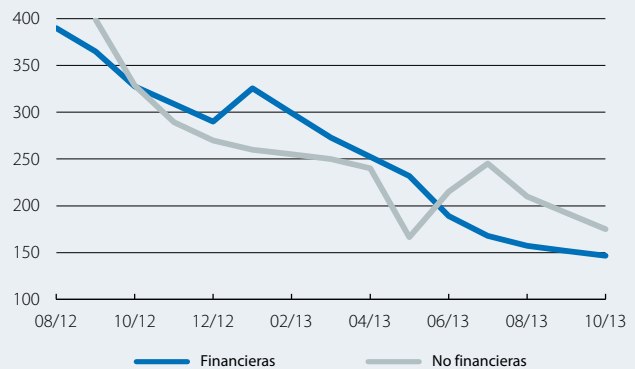
Variación anual, acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

Coste de emisión de deuda: sector privado (*)

Spread sobre el midswap (puntos básicos)



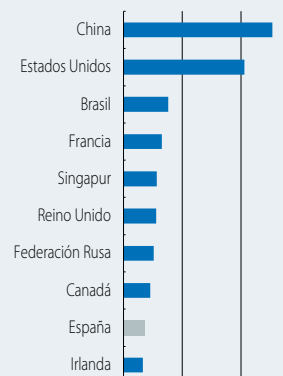
Nota: (*) Para mantener calidad homogénea, solo se incluyen las empresas con un ritmo de emisiones constante durante este periodo y rating por encima de BBB.

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

Top-10 países receptores de IED del mundo

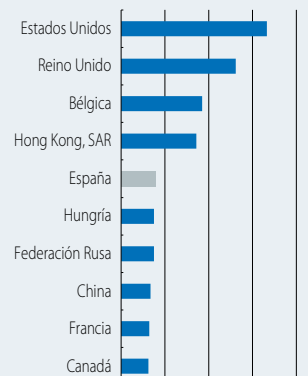
2012

(Miles de millones de dólares)



2008

(Miles de millones de dólares)



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

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS DE ESPAÑA

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

Indicadores de actividad

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13	10/13
Industria									
Consumo de electricidad	-0,9	-2,2	-2,6	-3,4	-1,5	-2,8	-2,4	-1,5	...
Índice de producción industrial	-1,3	-6,0	-5,7	-4,2	-1,7	-1,2	-2,0	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-12,5	-17,5	-17,9	-15,9	-15,4	-14,2	-12,7	-11,4	-14,2
PMI de manufacturas (valor)	47,3	43,8	44,5	45,7	47,6	49,8	51,1	50,7	...
Construcción									
Visados de obra nueva	-13,5	-42,7	-43,5	-28,0	-27,2	-1,5	-39,9	...	...
Compraventa de viviendas	-18,1	-8,7	3,5	7,9	0,6	-5,0	-15,4	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	6,1	1,9	-1,5	1,8	5,3	2,9	7,1	4,7	...
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	42,6	45,7	46,5	48,5	50,4	49,0	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,2	-10,2	-8,5	-5,0	-3,3	-4,4	2,3	...
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-21,6	-11,1	2,5	14,8	-18,3	28,5	...
Indicador de confianza de los consumidores	-17,1	-31,7	-37,8	-32,6	-28,7	-22,7	-21,2	-17,5	-20,7

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

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
Afiliados a la Seguridad Social ⁽¹⁾								
Sectores de actividad								
Industria	-2,7	-5,3	-5,9	-5,8	-5,1	-4,2	-4,0	-3,6
Construcción	-12,2	-17,0	-16,8	-15,8	-13,8	-11,6	-10,8	-10,1
Servicios	0,2	-1,7	-2,6	-3,0	-2,5	-2,4	-2,1	-1,9
Situación profesional								
Asalariados	-1,4	-3,8	-4,7	-5,1	-4,4	-4,2	-4,0	-3,6
No asalariados	-1,2	-1,4	-1,6	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,3
TOTAL	-1,3	-3,4	-4,1	-4,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0
Población ocupada ⁽²⁾	-1,9	-4,5	-4,8	-4,6	-3,6	-	...	-
Contratos registrados ⁽³⁾								
Indefinidos	-9,2	-1,3	23,8	18,4	1,5	5,7	1,1	9,3
Temporales	1,2	-4,0	-3,3	-2,4	6,0	8,8	1,2	11,1
TOTAL	0,3	-3,9	-1,5	-0,8	5,6	8,6	1,2	11,0
Paro registrado ⁽³⁾								
Menores de 25 años	0,6	4,5	0,5	-4,3	-6,1	-5,6	-6,9	-6,8
Resto de edades	5,4	11,7	11,7	8,4	5,2	3,3	2,5	1,2
TOTAL	4,8	10,9	10,5	7,1	4,0	2,4	1,6	0,4

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

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

Precios

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13	10/13
General	3,2	2,4	3,1	2,6	1,7	1,8	1,5	0,3	-0,1
Subyacente	1,7	1,6	2,3	2,2	1,9	1,7	1,6	0,8	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	3,3	3,3	4,3	7,4	7,6	2,8	...
Productos energéticos	15,8	8,8	8,8	4,8	-1,1	-0,4	-2,2	-3,7	...

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

Sector exterior

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

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	15,4	3,8	4,2	4,2	3,9	11,9	1,3	3,8
Importaciones (variación interanual)	9,6	-2,8	-2,1	-6,4	-6,9	0,6	-3,0	-3,6
Saldo corriente	-39,8	-11,5	-24,3	-11,5	-2,4	3,9	4,7	6,4
Bienes	-42,3	-25,7	-32,7	-25,7	-19,1	-12,7	-11,7	-10,3
Servicios	34,6	37,0	37,1	37,0	37,6	37,9	38,2	38,2
Rentas	-25,7	-18,7	-21,4	-18,7	-17,2	-16,4	-16,3	-16,0
Transferencias	-6,4	-4,1	-7,3	-4,1	-3,7	-4,9	-5,5	-5,5
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-34,3	-4,9	-19,1	-4,9	4,9	12,0	13,2	14,9

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

Sector público

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

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-9,6	-10,6	-5,2	-10,6	-0,6	-3,1	-	...	-
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-8,0	-4,6	-8,0	-1,1	-3,4	-3,7	-3,9	-3,8
Comunidades autónomas	-3,4	-1,8	-1,0	-1,8	-0,1	-0,8	-0,7	-0,8	...
Corporaciones locales	-0,5	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2	-	...	-
Seguridad Social	-0,1	-1,0	-0,1	-1,0	0,2	0,8	0,1	-0,2	...
Deuda pública (% PIB)	70,5	86,0	79,1	86,0	90,1	92,3	-	...	-

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

	2011	2012	3T 2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	Saldo 08/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros ⁽²⁾									
Sector privado	-1,9	-4,0	-4,2	-5,8	-8,1	-8,7	-8,5	-8,3	1.885,7
Empresas no financieras	-1,9	-4,2	-4,2	-6,9	-10,6	-11,4	-11,3	-11,0	1.079,6
Hogares ⁽³⁾	-2,0	-3,8	-4,1	-4,1	-4,4	-4,8	-4,5	-4,5	806,1
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	16,0	14,9	15,0	17,1	18,7	18,4	17,8	17,9	944,7
TOTAL	1,9	0,6	0,5	0,0	-1,0	-1,3	-1,2	-1,0	2.830,4
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	0,3	-4,5	-6,2	-2,7	-0,1	1,8	4,3	5,4	1.190,7
A la vista	1,9	0,2	-0,9	-1,9	0,9	3,2	3,4	5,0	274,3
De ahorro	-1,4	-2,8	-0,8	0,2	-0,6	-1,1	-0,4	-0,1	201,2
A plazo	0,6	-6,7	-9,6	-4,4	-0,9	1,6	5,7	6,7	694,3
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	-7,1	20,1	20,5	22,7	23,4	27,2	21,0
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-4,4	-13,2	-19,2	-18,3	-20,2	-19,2	-19,7	-9,8	130,0
TOTAL	-0,4	-5,7	-8,0	-4,8	-2,8	-0,9	1,5	3,7	1.320,8
Tasa de morosidad (%) ⁽⁶⁾	7,8	10,4	10,7	10,4	10,5	11,6	12,0	12,1	-
Tasa de cobertura (%) ⁽⁶⁾	59,6	73,8	62,4	73,8	70,4	65,8	66,4	66,0	-

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.

LOS RETOS DEL SISTEMA DE PENSIONES

Reformar las pensiones en tiempos de crisis: recetas diversas para afrontar retos similares

Desde 2007, cuando la crisis económico-financiera empieza, treinta y cuatro países desarrollados han reformado, en mayor o menor medida, sus sistemas de pensiones.⁽¹⁾ Esta oleada reformista es un fenómeno justificado, ya que el grave deterioro económico cíclico se ha sumado a las crecientes presiones estructurales que se ciernen sobre los sistemas públicos de pensiones. De acuerdo con los datos de la Comisión Europea, el gasto en pensiones públicas como porcentaje del PIB crecerá prácticamente en todos los países europeos durante las próximas décadas (véase el gráfico siguiente). Destaca la intensidad del aumento que registrarán países como Luxemburgo, Chipre o Eslovenia, que verán ascender el gasto de las pensiones públicas en más de 6 puntos porcentuales (p. p.) hasta 2060. Un grupo abundante de países, entre ellos España, registrará incrementos en la zona de los 3 a 5 p. p. Aunque a simple vista pueden parecer variaciones relativamente moderadas, lo cierto es que en 2060 ocho de los veintisiete miembros de la Unión Europea (UE) dedicarán más del 15% de su PIB al gasto en pensiones, cifra que asciende a veintidós miembros si situamos el umbral en un 10% del PIB.

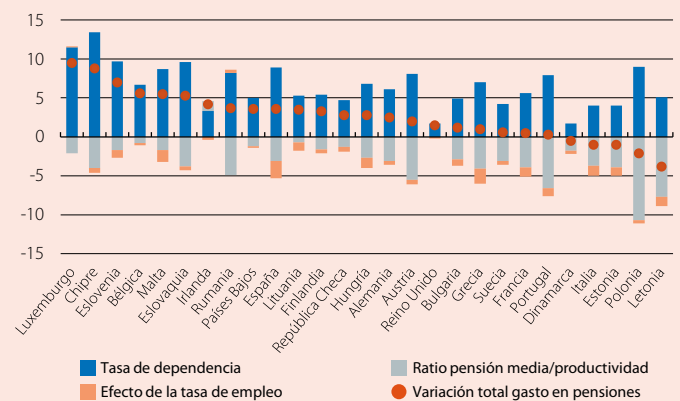
¿Cuáles son los factores que tensionan el sistema público de pensiones? El aumento del gasto en pensiones públicas como porcentaje del PIB va a ser mayor cuanto más se incremente la proporción de población pensionista respecto a la población en edad de trabajar (esto es, la tasa de dependencia); cuanto menor sea la tasa de empleo; y, finalmente, cuanto mayor sea la pensión promedio respecto a la productividad.⁽²⁾ En el caso de los países de la UE, y partiendo de los datos de la Comisión Europea, el componente que explica de forma prácticamente exclusiva el aumento del gasto de pensiones en el periodo 2010-2060 es la tasa de dependencia. De hecho, y con la salvedad de los casos de Reino Unido y de Irlanda, la contribución de la ratio pensión promedio/productividad y de las variables laborales (tasa de empleo) es negativa, es decir, su evolución prevista en el periodo estudiado rebaja el gasto en pensiones. En definitiva, la gran fuente de presión es la demográfica.⁽³⁾

Siendo este el panorama futuro, ¿cómo se están reformando las pensiones públicas en los países avanzados? Es habitual distinguir entre dos grandes tipos de reformas: aquellas que afectan a determinados parámetros del sistema, sin modificar su esencia, y las que sí transforman el diseño básico. Desde 2007, las reformas que han llevado a cabo los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) se han situado en el ámbito del cambio de parámetros. Se trata, por tanto, de una generación de reformas de menor alcance que muchas de las impulsadas en la década de los noventa y principios de los 2000. Entonces, países como Italia, Letonia, Polonia o Suecia introdujeron las llamadas «cuentas nocionales», un sistema de reparto en el cual las pensiones se calculan en función de las cotizaciones acumuladas, los rendimientos generados y la esperanza de vida. En aquella misma tanda reformista, países como Hungría, Polonia, Suecia, Eslovaquia o Eslovenia, entre otros, complementaron el sistema de reparto público con la introducción complementaria de un sistema de capitalización.

En cambio, desde 2007, los países han optado por cambios selectivos en los parámetros del sistema (véase la tabla siguiente). En particular, la medida más frecuente es la referida a retrasar la edad legal de jubilación, opción que se justifica por la mayor esperanza de vida. Esta medida se está implantando progresivamente en el tiempo, de manera que cuando se complete su despliegue la edad estándar de jubilación en prácticamente todos los países de la OCDE será de sesenta y cinco años o más. Un segundo

Contribución a la variación del gasto en pensiones públicas (2010-2060)

Puntos porcentuales (% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU27 Member States (2010-2060), Comisión Europea, 2012.

(1) Véase OCDE, «OECD Pensions Outlook», 2012.

(2) En términos más precisos, lo que aquí se presenta es la descomposición aritmética del gasto de pensiones en porcentaje del PIB como multiplicación de tres componentes: tasa de dependencia (proporción de pensionistas sobre la población en edad laboral), ratio de gasto por pensionista respecto a la productividad, y un componente que se calcula como la inversa de la tasa de empleo (ocupados divididos por población en edad laboral).

(3) La Comisión Europea realiza su ejercicio de simulación utilizando un modelo específico para cada país y asumiendo también supuestos específicos de los diferentes parámetros a nivel nacional. En el caso de España, por ejemplo, las hipótesis que se toman para las variables fundamentales son: un crecimiento de la productividad del 1,4%, en promedio anual (periodo 2010-2060); un ascenso moderado de la pensión media en términos reales (un 1% en promedio anual); un aumento de la tasa de empleo del 62,6% en 2010 al 77,2% en 2060; y un aumento de la tasa de dependencia del 47% al 79%, también entre 2010 y 2060.

ámbito de actuación es la modificación de los incentivos a la prejubilación, que persigue acercar la edad efectiva de jubilación a la edad legal. Con el fin de hacer menos atractiva la opción de la jubilación anticipada, muchos países de la OCDE han aumentado los años de cotización necesarios para acceder a la pensión completa o han realizado pagos extraordinarios a aquellos que difieren la jubilación más allá de la edad legal.

Un tercer ámbito en el que también se ha actuado ampliamente es el de la forma de cálculo de la pensión. Así, diversos países han optado por dar menor peso a los últimos salarios o a los salarios más elevados de la vida laboral. Por ejemplo, Finlandia, Polonia, Portugal, Eslovaquia o Suecia han empezado a utilizar el promedio salarial de toda la vida profesional, mientras que Austria ha pasado a calcular la pensión con base en los cuarenta mejores años en términos salariales, frente a los quince anteriormente computados.

Un cuarto bloque de medidas de ajuste de parámetros es el referido a la revalorización de las pensiones. Frente a la opción de vincular las pensiones al aumento de salarios, prevalente en diversas economías avanzadas, países como Austria, Grecia, Hungría o Italia han vinculado dicha revalorización, de forma total o parcial, a la evolución de los precios. Un quinto tipo de modificaciones decididas trata de garantizar que las reformas de las pensiones no afecten de forma excesiva a las pensiones más bajas. Las dos opciones más habituales son aplicar mayores revalorizaciones a las pensiones bajas (casos de Bélgica o Finlandia, por ejemplo) o realizar pagos complementarios para dichas pensiones (Canadá, Australia o Corea).

Por último, la que probablemente sea la medida más innovadora de la actual fase de reformas: ciertos países han empezado a utilizar los llamados «mecanismos de ajuste automáticos». Una primera variante de estos mecanismos consiste en recalibrar parámetros como la edad de jubilación (Dinamarca), los años cotizados necesarios para alcanzar la pensión completa (Francia e Italia) o la pensión inicial (Finlandia y Portugal) a la evolución de la esperanza de vida. Un segundo grupo de mecanismos automáticos ajustan la revalorización de las pensiones en función de variables macroeconómicas y del propio sistema. Por ejemplo, Alemania toma en consideración la ratio pensionistas-cotizantes; Hungría y Portugal, el crecimiento del PIB, y Suecia, el balance actuarial del sistema. El

«factor de sostenibilidad» que ahora se discute en España se encuadra en esta tipología de mecanismos (véase el Dossier «La reforma de las pensiones en España: necesaria... ¿y suficiente?» en este mismo Informe).

A la vista de este amplio despliegue de medidas, la pregunta inmediata es si serán suficientes para garantizar la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones. En estos momentos, un juicio definitivo no es posible. Dado que estamos ante procesos de muy largo plazo, cambios pequeños actuales en el sistema podrían revertir en mejoras sensibles a largo plazo. A pesar de ello, sin cambios permanentes en el modelo productivo de los países avanzados es difícil descartar tensiones sobre las pensiones. No en balde, frente a la presión de la demografía pocas opciones existen más allá de primar la innovación y el crecimiento de la productividad y conseguir un funcionamiento más eficiente del mercado de trabajo.

Àlex Ruiz

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

Principales reformas del sistema público de pensiones en países avanzados desde 2007 (*)

	Ampliación edad de jubilación	Incentivos para retardar la jubilación	Forma de cálculo de la pensión	Cambio forma de revalorización	Compensación de jubilaciones bajas	Mecanismos de ajuste automáticos
Alemania	•	•		•	•	•
Australia	•	•			•	
Austria	•	•	•	•		
Bélgica		•			•	
Canadá					•	
Chile					•	
Corea	•				•	
Dinamarca		•				
Eslovaquia	•		•			
España	•	•	•	• (**)	•	• (**)
Estonia	•					
Finlandia		•	•	•	•	•
Francia	•	•	•		•	•
Grecia	•		•		•	•
Hungría	•	•	•	•		
Irlanda	•	•				
Israel						
Italia	•	•	•	•	•	
Japón	•		•			
México						
Noruega		•	•	•		•
Nueva Zelanda	•		•	•	•	
Países Bajos	•					
Polonia		•	•	•		
Portugal	•	•	•	•		•
Reino Unido	•	•	•	•	•	
República Checa	•		•		•	
Suecia	•		•		•	
Turquía	•			•		

Notas: (*) El cuadro sintetiza las reformas adoptadas entre septiembre de 2007 y febrero de 2012. (**) Si se adopta el Proyecto de Ley reguladora del Factor de Sostenibilidad y del Índice de Revalorización del Sistema de Pensiones de la Seguridad Social.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del CESifo DICE Report 2009 y 2012 y OECD Pension Outlook 2012.

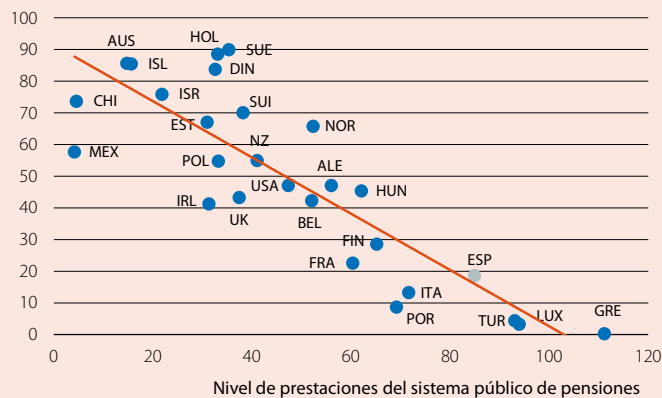
Pensiones privadas: un complemento al sistema público de pensiones

Las tendencias demográficas plantean un importante reto para los sistemas públicos de pensiones. En particular, la disminución del número de trabajadores con relación al número de pensionistas presiona a la baja el poder adquisitivo de las pensiones en los sistemas de reparto (y al alza, la edad de jubilación). El último informe anual sobre pensiones de la OCDE estimaba, por ejemplo, que la pensión futura de una persona con un salario medio que comenzó a trabajar en 2008 a los veinte años no superaría el 60% de su salario justo antes de jubilarse en veintidós de los treinta y cuatro países miembros según las reglas vigentes en la actualidad. En este contexto, las pensiones privadas están llamadas a jugar un papel cada vez más relevante y muchos países han comenzado a introducir medidas de distinta índole para incentivar su adopción entre la población.

El grado de participación en planes de pensiones privados varía significativamente entre países. En general, tiende a ser menor cuanto mayor es el nivel de prestaciones del sistema público de pensiones.⁽¹⁾ Pero son precisamente los países con más prestaciones los que mayores ajustes deberán llevar a cabo, o ya están realizando, en sus sistemas de pensiones públicos y, en consecuencia, cabe esperar que experimenten un aumento sustancial de la participación en planes privados en un futuro próximo. Este sería el caso de España donde, según datos de la OCDE, la pensión de un trabajador medio es relativamente alta con relación al salario previo a la jubilación, mientras que la tasa de participación en planes privados es de las más bajas.

Menor participación en planes de pensiones privados a medida que aumenta el nivel de prestaciones del sistema público de pensiones

Trabajadores con planes privados (%)



Fuente: Pensions Outlook 2012, OCDE.

inflación) durante cuarenta años y con un rendimiento medio del 5% anual nos reportarían un capital de cara a la jubilación de 507.355 euros. Si se decidiera comenzar a realizar aportaciones más tarde pero de mayor importe, el resultado final sería claramente inferior: aportaciones equivalentes a 6.000 euros anuales a día de hoy (también con incrementos anuales del 2%), comenzando dentro de veinte años y durante veinte años se convertirían en 364.270 euros.

Para incentivar la adhesión a los planes de pensiones, la inmensa mayoría de países han utilizado tradicionalmente distintos incentivos fiscales. Dichos incentivos permiten generalmente descontar las aportaciones, hasta un límite, de la base imponible y diferir la tributación sobre esta porción de la renta hasta la jubilación. Este tipo de incentivos benefician especialmente a los contribuyentes de rentas más altas que se enfrentan a tipos marginales sobre la renta más elevados. Otros países, una minoría, han optado por ofrecer incentivos de suma fija, por ejemplo, descontando de la cuota a pagar un porcentaje de las aportaciones al plan de pensiones. En cualquier caso, los incentivos fiscales no se han revelado suficientemente potentes como para aumentar muy significativamente el grado de cobertura de los planes privados. Dicho de otra forma, promover una cobertura universal mediante incentivos fiscales sería muy costoso para las arcas públicas.

Ante esta situación, algunos países han optado por hacer obligatoria la suscripción a un plan de pensiones privado. En casos como el de Australia, el sistema especifica un nivel de aportaciones mínimo obligatorio, una opción que no está exenta de pro-

(1) Relación entre la pensión de jubilación a percibir y el salario medio antes de la jubilación.

(2) Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein (2008), «Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness».

blemas pues puede estar forzando unos niveles de ahorro demasiado altos para algunas familias, especialmente jóvenes, que podrían preferir utilizar sus ingresos para invertir en la educación de sus hijos o en la compra de una vivienda. Recientemente, y como alternativa a la obligatoriedad, ha cobrado protagonismo la inscripción automática (*automatic enrolment*) de los trabajadores en planes de pensiones privados. De este modo, las empresas tienen la obligación de inscribir a todos los empleados y destinar un porcentaje del salario a su plan de pensiones. El trabajador dispone de un plazo de tiempo para comunicar si desea continuar haciendo aportaciones o cancelar su participación. Esta iniciativa existe, entre otros países, en EE. UU., Reino Unido, Italia y Nueva Zelanda, y desde su implantación se han podido observar incrementos significativos en el porcentaje de personas en edad laboral con planes de pensiones privados. Otra ventaja de la inscripción automática es que se trata de una reforma políticamente más fácil que imponer la obligatoriedad de aportaciones.

El caso de Nueva Zelanda (con el esquema denominado «KiwiSaver») demuestra la importancia que cobra el diseño del sistema y, en particular, la elección de la tasa de contribución fijada por defecto en los modelos con inscripción automática. Cuando se incorpora un nuevo trabajador, las empresas neozelandesas deben dar de alta al empleado en un plan de pensiones privado, destinando un mínimo del 2% del salario a dicho plan. Los empleados disponen de dos meses para darse de baja y pueden fijar libremente el porcentaje de salario que desean destinar al plan. En el momento de la implantación del modelo, en julio de 2007, la tasa de contribución por defecto se fijó en el 4%, y posteriormente se redujo al 2% en abril de 2009 para minimizar el porcentaje de bajas del sistema. En junio de 2011, la mayoría de trabajadores mantenían la tasa fijada por defecto: el 62% de los empleados que comenzaron con una tasa del 4% mantuvieron dicha tasa, mientras que el porcentaje aumentó hasta el 80% para aquellos que se iniciaron con una tasa del 2%. Este ejemplo ilustra nuevamente la importancia de la inercia en el comportamiento humano.

En definitiva, contar con un plan de pensiones privado es una opción aconsejable para intentar mantener la capacidad adquisitiva tras la jubilación. Las autoridades públicas, conscientes de ello y de los sesgos que afectan al comportamiento humano a la hora de ahorrar para el futuro, están utilizando distintas alternativas para promover su uso entre la población. Se trata de un esfuerzo necesario para reducir la desigualdad en la edad de jubilación entre aquellos más precavidos y previsores y entre aquellos a los que les gusta vivir al día hasta demasiado tarde.

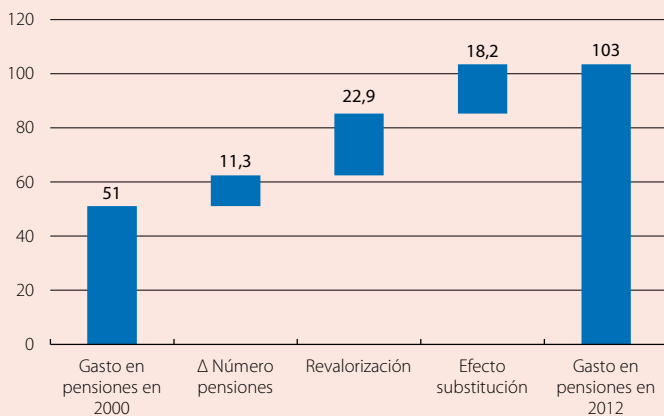
Antonio Escoda Viladomiu
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

La reforma de las pensiones en España: necesaria... ¿y suficiente?

Desde 2011, el sistema de pensiones ha centrado gran parte de los esfuerzos reformadores del Gobierno. El objetivo es claro: garantizar su sostenibilidad a largo plazo. El camino, arduo. Para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones es imprescindible aumentar los ingresos y/o reducir los gastos de la Seguridad Social minimizando el impacto sobre sus beneficiarios y contribuyentes. Una tarea nada sencilla, pero ineludible. El envejecimiento de la población española irá aumentando la presión sobre los gastos de la Seguridad Social. Además, el fuerte impacto de la crisis económica sobre el mercado laboral ha reducido de forma muy significativa los ingresos. Todo ello ha acelerado la agenda reformista de las pensiones por parte del Gobierno. ¿Serán las actuaciones emprendidas suficientes para garantizar que, a largo plazo, los ingresos y los gastos de la Seguridad Social estén equilibrados?

Descomposición del aumento del gasto nominal en pensiones

Variación entre 2000 y 2012 (miles de millones de euros)



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

Principales reformas del sistema de pensiones de jubilación

	Medida	Efectos
Ley 27/2011	Aumento de la edad de jubilación de 65 a 67 años	△ afiliados ▽ pensionistas
	Endurecimiento de los requisitos para la jubilación anticipada (acentuadas en RD-ley 5/2013)	△ afiliados ▽ pensionistas ▽ pensión media
	Alargamiento de la base reguladora de 15 a 25 años	▽ pensión media
	Se amplía de 35 a 37 los años cotizados necesarios para alcanzar el 100% de la base reguladora	△ afiliados ▽ pensionistas ▽ pensión media
	Incentivos a alargar la vida laboral	△ afiliados
	Cambios en la jubilación parcial	△ cotizaciones
Proyecto de Ley Factor de Sostenibilidad 2013	Factor de Equidad Intergeneracional (FEI) en 2019	▽ pensión media
	Factor de Revalorización anual (FRA) en 2014	▽ pensión media

Fuente: "la Caixa" Research.

Empecemos por analizar los ingresos de la Seguridad Social. El deterioro del mercado laboral en los últimos años ha conllevado una fuerte caída del empleo y una contención salarial, y ello ha rebajado las cotizaciones sociales cerca de 7.000 millones de euros entre 2008 y 2012. En cambio, el gasto en pensiones contributivas aumentó en 18.786 millones de euros en el mismo periodo. Tres factores explican dicho incremento. Primero, el crecimiento del número de pensionistas que, como muestra el gráfico de la izquierda, explicó alrededor del 20% del aumento del gasto en pensiones entre 2000 y 2010. El segundo, y que tuvo la mayor incidencia en el incremento del gasto en pensiones durante la última década, es su revalorización. Hasta 2010, las pensiones se actualizaban, como mínimo, al ritmo de la inflación, lo que garantizaba el mantenimiento del poder adquisitivo de los pensionistas, aunque a un elevado coste. Por último, el gasto también depende de la evolución de la pensión media debido al efecto sustitución. Esto es, la diferencia entre la pensión de los nuevos pensionistas y los que se dan de baja de la Seguridad Social. En 2012, por ejemplo, no solo el número de altas (308.400) superó con creces al de las bajas (259.530), sino que también la pensión promedio para las primeras fue 354 euros superior a la de las segundas. Aunque todo indica que la caída de los ingresos revertirá una vez la economía alcance unos niveles de crecimiento sostenidos que permitan generar empleo, ello no será suficiente para corregir el desequilibrio estructural que presenta el sistema de pensiones. Según las proyecciones de la Comisión Europea de 2012, en ausencia de reformas, la ratio de afiliados a la Seguridad Social respecto a la población pensionista se reducirá del 2,4 en 2010 hasta el 1,3 en 2060, y el gasto en pensiones aumentará en 3,6 puntos porcentuales del PIB en ese mismo periodo.⁽¹⁾ Estas proyecciones a tan largo plazo tienen un nivel de incertidumbre elevado. Por ejemplo, otra oleada migratoria como la vivida en la década de los 2000 podría cambiar sustancialmente el escenario. De todas formas, es imprescindible introducir reformas de calado que permitan equilibrar las cuentas de la Seguridad Social en el escenario que, a día de hoy, se estima como más probable.

En 2011 se llevó a cabo una primera reforma del sistema de pensiones, en el que este se modificaba desde distintos ángulos (véase tabla). Algunas de las medidas tomadas reducen el ritmo de crecimiento del número de pensionistas mediante la exten-

(1) Véase Comisión Europea, «The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the UE27 Member States (2010-2060)», Comisión Europea, 2012. Para más información, léase el Dossier «Reformar las pensiones en tiempos de crisis: recetas diversas para afrontar retos similares» de este mismo Informe.

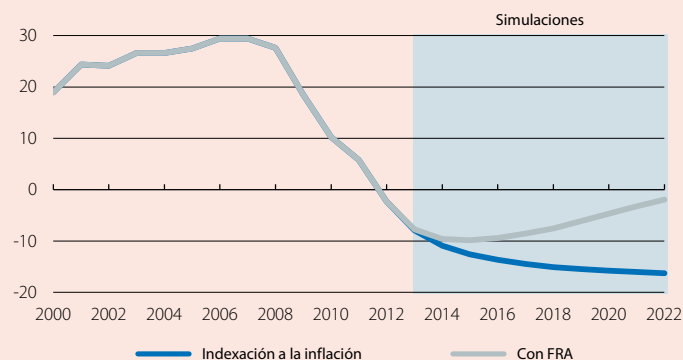
sión de la vida laboral de los empleados: el aumento de los años cotizados necesarios para obtener la pensión máxima de jubilación o el incremento progresivo de la edad de jubilación, de los 65 años en 2012 hasta los 67 años en 2027. Con la nueva ley, también se ha extendido el periodo de cálculo de la base reguladora desde los 15 hasta los 25 años. Dado que el salario de una persona suele presentar un perfil creciente durante gran parte de su vida laboral, dicha extensión reducirá las nuevas pensiones entre un 3% y un 4% aproximadamente, incidiendo así en el efecto sustitución.

Estos primeros cambios suponen un primer paso para apuntalar la sostenibilidad del sistema de pensiones, pero no corrigen el desequilibrio estructural a largo plazo.⁽²⁾ Es por ello que, de acuerdo con las recomendaciones de la Comisión Europea, el Gobierno ha presentado un anteproyecto de ley para introducir el factor de sostenibilidad como eje central del sistema de pensiones. Este mecanismo se compone de dos instrumentos: el factor de equidad intergeneracional (FEI) y el factor de revalorización anual (FRA). El FEI tiene en cuenta la esperanza de vida y, por lo tanto, el envejecimiento de la población, en el cálculo de las pensiones. Así, aunque el montante total de la pensión a recibir se mantuviera constante, el aumento de la esperanza de vida hace que la retribución mensual que se puede percibir sea menor. Según las proyecciones del INE, la esperanza de vida a los 65 años aumenta a razón de un 5% cada diez años, pero dado que la medida solo afectará a los nuevos pensionistas, su impacto sobre el gasto de la Seguridad Social se dejará notar de forma muy gradual. El Gobierno estima que el ahorro del gasto en pensiones por la introducción de este factor corrector será, anualmente, de un 0,1% del PIB en 2030 y aumentará hasta el 0,6% del PIB en 2050.

La principal novedad que introduce el anteproyecto de ley es la revisión del ritmo de revalorización de las pensiones a través del FRA. Como hemos visto anteriormente, este ha sido el factor con una mayor contribución al aumento de las pensiones entre el año 2000 y el 2012. Concretamente, la revalorización elevó el gasto en pensiones en un 45% en este periodo, una subida ligeramente inferior a la que hubiera ocurrido de actualizarse todos los años con la inflación. Según el FRA, la revalorización anual de todas las pensiones públicas dependerá de los flujos presupuestarios de la Seguridad Social y del ciclo económico, de tal forma que, cuando estos no sean favorables, la presión sobre el gasto disminuya. La idea central consiste en igualar el crecimiento de los ingresos de la Seguridad Social con el de los gastos. Para ello, la tasa de revalorización debe coincidir con el aumento de los ingresos netos del ritmo de crecimiento del número de pensiones y del efecto sustitución. Adicionalmente, se añade un elemento corrector tal que, cuando la Seguridad Social presente un déficit de forma recurrente, el crecimiento de los gastos sea inferior al de los ingresos, y viceversa. Todo ello, suavizado tanto por el ciclo económico como por un nivel mínimo (0,25%) y máximo (inflación + 0,25%) entre los que puede oscilar el FRA, lo que evita variaciones excesivamente bruscas de la tasa de revalorización.

Evolución del saldo de la Seguridad Social

Saldo en porcentaje del gasto de la Seguridad Social



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

Según estimaciones del Gobierno, la introducción del FRA en 1997 no hubiera modificado de forma sustantiva la revalorización de las pensiones durante los últimos años. De hecho, durante ese periodo, solamente en 2011 y 2012 se habría registrado una revalorización inferior al aumento de los precios. Este efecto se habría visto compensado, prácticamente en su totalidad, por la revalorización de las pensiones superior a la inflación durante los años precedentes.

Sin embargo, en los próximos años sí que el FRA tendrá un impacto significativo. Según el Gobierno, la nueva medida de revalorización reducirá el gasto en pensiones contributivas cerca de 33.000 millones de euros entre 2014 y 2022 (respecto a un escenario de revalorización indexada a una inflación del 2,0%). El gráfico adjunto muestra este efecto: la introducción del FRA permite reducir el déficit de la Seguridad Social (medido en porcentaje del total de gastos de la misma) en los próximos años. Un escenario que contrasta con el aumento del déficit que se produciría si la revalorización de las pensiones se hiciera de acuerdo con la tasa de inflación. Para conseguir esta mejora en el déficit de la Seguridad Social en un entorno en el que el aumento de los ingresos se prevé muy contenido y, además, la ratio entre afiliados y pensionistas seguirá disminuyendo, es probable que el FRA sitúe la revalorización en niveles relativamente moderados durante algunos años. En definitiva, no cabe duda de que las reformas de las pensiones presentadas en los últimos dos años son necesarias para frenar el deterioro de las cuentas de la Seguridad Social. Además, todo indica que han permitido dar un paso muy importante hacia su sostenibilidad a largo plazo.

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

(2) Véase «La reforma silenciosa: los efectos de los límites máximos y mínimos (de cotización y pensiones) sobre la sostenibilidad del sistema» FEDEA (2012).

Soluciones financieras para la jubilación: algo más que meros productos

La jubilación constituye una etapa de gran relevancia en la vida de las personas, con implicaciones de gran alcance en múltiples esferas. La financiero-patrimonial es una de ellas. Una correcta planificación a largo plazo es aconsejable para sostener el poder adquisitivo en niveles adecuados cuando cesan los ingresos de la actividad laboral. Dicha planificación empieza por establecer el objetivo,⁽¹⁾ exige realizar supuestos o previsiones sobre determinadas variables, e incluye calibrar los riesgos y la tolerancia a los mismos, para establecer finalmente una agenda de actuaciones. En todo este proceso, resulta de gran utilidad conocer la gama disponible de productos financieros y cualesquiera otros vehículos de inversión que puedan servir de instrumentos para alcanzar la meta. Algunos de ellos están específicamente concebidos, por las leyes y/o por los intermediarios financieros, como productos de ahorro para la jubilación, de modo que incorporan ventajas singulares que conviene tener en cuenta.

Aunque hayan recibido menos atención que las finanzas corporativas, los estudios académicos sobre las finanzas familiares aportan reflexiones, datos y conclusiones útiles de cara a la planificación de la jubilación.⁽²⁾ De entrada, desde la teoría del ciclo vital se plantea la necesidad de que la persona o familia contemple la jubilación simultáneamente a otros hitos, como las decisiones sobre el tiempo y recursos que se dedican a la formación, la disyuntiva entre adquirir o alquilar la vivienda, la descendencia familiar, las herencias, etc. Lógicamente, esto no hace sino acentuar la complejidad del problema. Además, otros enfoques enfatizan la existencia de elementos añadidos: restricciones (un caso claro se da cuando los individuos poseen activos no directamente comercializables, como el capital humano), fricciones (por ejemplo, para acceder a un préstamo hipotecario y, por lo tanto, comprar la vivienda), distorsiones (como las ocasionadas por los impuestos) y el entorno de elevada incertidumbre propio de decisiones con horizonte de muy largo plazo. La existencia de ciertos sesgos cognitivos que alejan el comportamiento de las personas del paradigma de la racionalidad es otro factor importante, identificado en los estudios de la corriente denominada *behavioral economics*.⁽³⁾ Fruto de todo lo anterior, no sorprende que ante la dificultad del problema las unidades familiares puedan cometer «errores», en ocasiones de gran calado, a la hora de tomar sus decisiones de ahorro e inversión con vistas a la jubilación. Uno de los más significativos es la baja o nula inversión en acciones y otros activos financieros con riesgo (pero también mayor rentabilidad esperada). Es igualmente anómalo el reducido grado de diversificación y el sesgo hacia los activos locales en las inversiones que realizan los hogares. Pero tal vez la disfunción más importante sea el fenómeno de la procrastinación:⁽⁴⁾ en general, los individuos tienden a postergar sistemáticamente en el tiempo aquellas decisiones que implican algún tipo de sacrificio o concesión en el presente, y que redundan en un beneficio solo disfrutable en el futuro lejano. Este tipo de comportamiento, en el contexto que nos ocupa, puede llevar aparejada una provisión de ahorro para la jubilación claramente inferior a la necesaria u óptima. Productos de ahorro que incorporen una estrategia de disciplina y visión de largo plazo son muy recomendables para paliar esta debilidad.

Las estadísticas comparadas⁽⁵⁾ sugieren que las familias españolas adolecen del tipo de problemas señalados. Las inversiones en fondos de pensiones y seguros, que son productos específicamente diseñados para la jubilación, solo suponen el 14% de sus activos financieros totales, muy lejos del promedio europeo,⁽⁶⁾ que se sitúan en el 37%. Además, las posiciones en fondos de inversión y acciones cotizadas, también asociadas con el largo plazo, se sitúan en un 12%, mientras que la media europea es del 17%. La contrapartida es el elevado peso de los depósitos bancarios, considerados activos seguros y muy líquidos, que alcanza el 50% frente al 34% europeo.⁽⁷⁾ Pero sin duda, el rasgo diferencial de los patrimonios familiares en España, considerando no solo los activos financieros sino también los reales, es la preponderancia de la vivienda y los inmuebles en general. Así, la proporción de hogares que poseen su vivienda en régimen de propiedad⁽⁸⁾ alcanza el 83%, sensiblemente por encima del promedio del 60% de la eurozona, y a gran distancia del 44% de Alemania y el 55% de Francia.

(1) Cuantificar el poder adquisitivo al que se aspira y descontar la cuantía de la pensión pública y otras rentas que puedan existir.

(2) Véase Campbell, John, «Household Finance», presidential address to the American Finance Association, *Journal of Finance* 61, 2006.

(3) Véase Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler, «Behavioral Economics and the Retirement Savings Crisis», *Science Magazine*, Vol. 339, 2013.

(4) «Retirement Savings and Decision Errors: Lessons from Behavioral Economics», Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2008.

(5) Datos compilados por la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (Inverco), referidos a 2011.

(6) Las considerables diferencias en la estructura del ahorro financiero de las familias españolas respecto al promedio de la zona del euro pueden deberse a multitud de factores. Si bien la identificación y análisis de estos van más allá del propósito del presente artículo, algunas de las principales variables que pueden ayudar a explicar las particularidades del caso español tienen que ver con el nivel de aversión al riesgo de las familias, el marco jurídico-legal, así como la estructura fiscal específica de los productos de ahorro y el nivel de educación financiera de la población.

(7) El 24% de los activos restantes en España quedan repartidos como sigue: 4% en renta fija y 20% en otros activos. Para Europa, las inversiones en renta fija (6%) y en otros activos (6%) conforman el 12% restante.

(8) «The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey», Banco Central Europeo, 2013. Datos para España correspondientes a 2008.

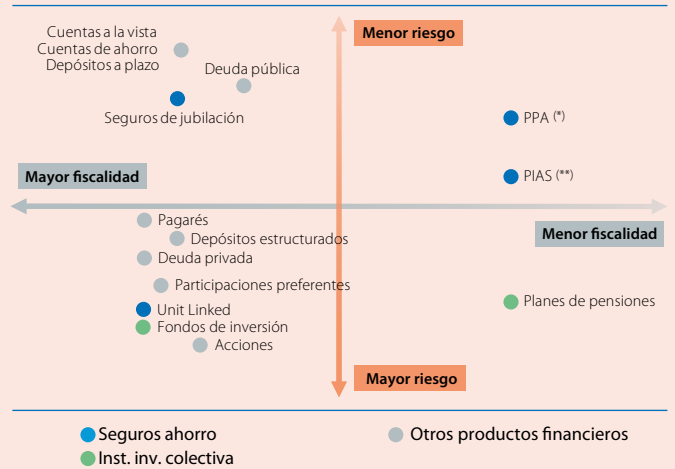
Ciertamente, los depósitos bancarios, a un lado del espectro, y los inmuebles, al otro, son instrumentos viables para canalizar el ahorro hacia la jubilación. Pero tienen carencias en términos de la rentabilidad (máxime si se consideran los impuestos y los gastos de mantenimiento), la diversificación de riesgos y la liquidez (los primeros por exceso y los segundos por defecto). También es discutible que sean la mejor opción para mitigar el problema de la procrastinación. Parece pertinente, por lo tanto, que las familias españolas otorguen un papel más relevante a los productos financieros específicamente diseñados para aquel fin. Existen dos tipologías básicas: los planes de pensiones y los seguros de ahorro. Dentro de la primera categoría, destacan los planes de pensiones individuales (PPI), que son participaciones en fondos gestionados por «sociedades de gestión de instituciones de inversión colectiva». En este producto, el partícipe del fondo, mediante aportaciones puntuales o periódicas (un mecanismo excelente para combatir la procrastinación), delega en una entidad especializada la gestión de los recursos conforme a la política de inversión establecida en el folleto del fondo, donde se explicitan el universo de activos susceptibles de inversión y los criterios de diversificación y control de riesgos.⁽⁹⁾ El capital acumulado solo puede ser rescatado cuando se produce la jubilación,⁽¹⁰⁾ ya sea en forma de pago único, rentas periódicas o una combinación. Fiscalmente, los PPI tienen la ventaja de reducir la base imponible del IRPF por una cuantía equivalente a las aportaciones realizadas anualmente,⁽¹¹⁾ y cuando se rescatan se tributa en concepto de renta del trabajo. Los seguros de ahorro adoptan distintas formas jurídicas: los seguros de rentas, los planes de previsión asegurados (PPA), los planes individuales de ahorro sistemático (PIAS, otra fórmula antiprocrastinación), y los denominados *Unit Linked*. Algunas de sus características son muy distintas a las de los PPI: la entidad aseguradora garantiza una rentabilidad mínima a vencimiento,⁽¹²⁾ y en la mayoría de casos el capital invertido puede ser rescatado en cualquier momento (sujeto a ciertas penalizaciones).⁽¹³⁾ Otras innovaciones financieras que facilitan la planificación que nos ocupa son las que permiten monetizar la vivienda ya en la etapa de jubilación, en particular las hipotecas inversas y las rentas vitalicias inmobiliarias. La lista podría seguir, en otros ámbitos, con los seguros de jubilación, los seguros de supervivencia, etc.

En definitiva, las familias tienen a su disposición una gama amplia de productos que resultan de gran utilidad para superar el complejo reto de planificar el ahorro para la jubilación. Adecuadamente combinados, permiten ampliar las oportunidades de inversión, diversificar y acotar riesgos, rebajar costes, aprovechar beneficios fiscales, mejorar los atributos de los activos tradicionales y sortear las trampas que plantea el propio comportamiento humano en materia financiera.

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

Riesgo vs. fiscalidad - productos financieros y aseguradores

Tipologías de productos



Notas: (*) PPA: Planes de Previsión Asegurados. (**) PIAS: Planes individuales de Ahorro Sistemático.
Fuente: "la Caixa Research", a partir de datos de Aviva y AFI.

(9) El perfil de riesgo varía en función de la política de inversión del fondo. Normalmente, los fondos con elevada exposición a renta variable tienen asociado un mayor riesgo que aquellos que invierten su patrimonio en instrumentos de renta fija y del mercado monetario.

(10) En los supuestos de incapacidad permanente para llevar a cabo actividad laboral alguna, invalidez física, dependencia severa, fallecimiento o situación legal de desempleo, el partícipe (o sus herederos) podrá rescatar su plan de pensiones.

(11) El límite queda establecido en 10.000 euros anuales y en 12.500 euros cuando el partícipe supere los 50 años de edad.

(12) Excepto en los *Unit Linked*, donde es el inversor quien asume el riesgo de las inversiones realizadas (principalmente en fondos de inversión).

(13) La principal diferencia entre los PPA y los PIAS radica en el tratamiento fiscal que reciben. En el caso de los PIAS, las primas no reducen la base imponible del IRPF pero los rendimientos generados están exentos de tributación siempre que el capital acumulado no sea rescatado antes de 10 años, las aportaciones anuales no superen los 8.000 euros y el importe acumulado de estas los 240.000 euros. En el caso de los PPA, las aportaciones realizadas reducen la base imponible del IRPF y las prestaciones tributan en concepto de rendimientos del trabajo, al igual que los PPI. Asimismo, y a diferencia de los PIAS, los PPA no pueden ser rescatados de forma anticipada, salvo en los supuestos mencionados en la nota a pie de página n.º 10.



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Vulnerabilidad de las economías emergentes

Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claves estratégicas

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajuste de capacidad en el sistema financiero español

Inmaculada Martínez, 09/2012

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

Pere Miret, 08/2012

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

Eduardo Pedreira, 07/2012

Materias primas: ¿qué cambió en la última década?

Eduardo Pedreira y Miguel A. Canela, 06/2012

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

Inmaculada Martínez, 05/2012

¿Hay burbuja inmobiliaria en China?

Clàudia Canals y Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

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

Sandra Jódar-Rosell e Inmaculada Martínez, 03/2012

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

Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts

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

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

Jordi Singla, 11/2011

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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 2012

Actividad financiera

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

Personal, oficinas y medios de pago

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

Obra Social: presupuesto por actividades para 2013

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

Publicaciones

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

 "la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

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

Nuestro objetivo es la creación y difusión de conocimiento en los ámbitos económico y social para contribuir al desarrollo de la sociedad española y europea.

El *Informe Mensual* tiene solo propósitos informativos, por lo que "la Caixa" no se hace responsable del uso que del mismo pueda hacerse. El *Informe Mensual* se basa en información de fuentes que se consideran fiables, pero "la Caixa" no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias del Área de Estudios y Análisis Económico y están sujetas a cambios sin notificación previa.

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

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

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



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

