

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 374 | DICIEMBRE 2013



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

El BCE recorta tipos: ¿acierto o precipitación?

ECONOMÍA INTERNACIONAL

EE. UU.: la aceleración de 2014 depende de la inversión

UNIÓN EUROPEA

Política monetaria ultralaxa: efectos redistributivos

ECONOMÍA ESPAÑOLA

La internacionalización: una oportunidad para el empleo

DOSSIER: PERSPECTIVAS 2014

Flujos de capitales, desequilibrios, reformas: el trinomio emergente

2014: año clave para la periferia

Unión bancaria: órdago para la banca europea

La reforma de las administraciones públicas: un reto clave

INFORME MENSUAL

Diciembre 2013

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

30 de noviembre 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 BCE recorta tipos: ¿acierto o precipitación?*10 *Sobrecalentamiento en los mercados de crédito de EE. UU.***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *EE. UU.: la aceleración de 2014 depende de la inversión*16 *Abenomics, año uno***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Informe de desequilibrios macroeconómicos:
toque de atención a Alemania*22 *Política monetaria ultralaxa: efectos redistributivos***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La internacionalización: una oportunidad para el empleo*28 *El valor añadido de las exportaciones*29 *El sector del alquiler español gana peso***32 DOSSIER: PERSPECTIVAS 2014**32 *Flujos de capitales, desequilibrios, reformas:
el trinomio emergente*

Clàudia Canals y Avelino Hernández

34 *2014: año clave para la periferia*

Ariadna Vidal Martínez

36 *Unión bancaria: órdago para la banca europea*

Sandra Jódar-Rosell

38 *La reforma de las administraciones públicas: un reto clave*

Joan Daniel Pina

Interrogantes sobre la recuperación económica en España

Los datos de los últimos meses han sido esperanzadores para la economía española. Se han registrado las primeras cifras positivas de crecimiento intertrimestral y el impulso, que inicialmente provenía solo del sector exterior, se empieza incluso a notar en algunos componentes de la demanda interna.

Entre los analistas, nacionales e internacionales, estos indicadores positivos plantean diversos interrogantes: ¿A qué velocidad se podrá reducir la tasa de paro? ¿Cuán frágil es el proceso de recuperación? Y, finalmente, ¿se trata de una recuperación suficientemente sólida para corregir los desequilibrios de deuda que aún atenazan al sistema económico español?

La cuestión del vigor de la salida de la recesión se debe abordar desde dos perspectivas. En primer lugar, el crecimiento del PIB que es plausible esperar y, a continuación, en qué medida dicho crecimiento puede ser generador de puestos de trabajo. Con relación al ritmo de expansión del PIB, la experiencia nos dice que, tras recesiones de deuda como la que hemos sufrido, las reactivaciones son muy débiles. En el caso que nos ocupa esperamos una expansión muy moderada, que para 2014 se cifra en el 0,8% interanual. A pesar de su moderación, este crecimiento debería ser suficiente para cambiar el tono del mercado de trabajo español. Tras la reforma laboral introducida en 2012, el mercado ha ganado en flexibilidad. Las nuevas reglamentaciones laborales han permitido a las empresas acomodarse mejor al ciclo económico con un uso más eficiente de sus plantillas. Si el cambio de ciclo se consolida, a mediados del año que viene ya se podría registrar una tasa de crecimiento interanual positiva de la ocupación.

La segunda gran cuestión es la fragilidad del proceso de recuperación. Y ahí, claramente, las noticias son menos esperanzadoras. La reactivación española se fundamenta en los ajustes de precios, costes y presupuestos que se han llevado a cabo, pero es también el resultado en gran medida de la intervención del Sr. Draghi el año 2012, asegurando a los inversores internacionales que haría todo lo que estuviera en su mano para garantizar la integridad de la zona euro. La política europea está, en parte, detrás de la reactivación y explica el retorno a España de flujos de capitales muy significativos, tanto en inversión directa como financiera y de cartera. Estos flujos, sin embargo, pueden ser volátiles y a lo largo de los próximos meses la evolución de los mercados financieros internacionales será determinante. Si se mantiene una situación de calma y baja volatilidad, la creciente liberación de la restricción de liquidez puede incluso llevar a la economía a tasas de crecimiento en torno al 1%. Si por el contrario las turbulencias, tal vez originadas por la política monetaria norteamericana, asolan los mercados e incrementan la aversión al riesgo será difícil que una economía vulnerable como la española evite los efectos adversos. El crecimiento, entonces, sería prácticamente nulo.

Finalmente, algunos analistas cuestionan que la recuperación económica española pueda ser suficiente para sobrellevar la pesada carga de deuda acumulada durante los últimos diez años. Sobre esta cuestión es preciso advertir que la deuda más relevante es la exterior, es decir, aquella en manos de no residentes. Si bien la deuda bruta es importante en términos de liquidez, cuando hablamos de capacidad de devolución, el concepto más importante es la deuda neta, es decir, descontando los activos que los residentes poseen en el exterior. Para España, esta deuda se sitúa en aproximadamente el 90% del PIB. Su reducción hasta cifras cercanas al 30% del PIB, más sostenibles a largo plazo, va a exigir durante bastantes años elevados saldos positivos por cuenta corriente, del orden del 2% en media. ¿Es esto posible? Algunos pensamos que sí, que el cambio del sector exterior es estructural, que permanecerá en el tiempo, puesto que se ha logrado sin recurrir como antaño al mecanismo artificial de la devaluación nominal. Pero conforme la reactivación económica se vaya consolidando existe el riesgo de que se produzca un nuevo deterioro del saldo exterior debido al crecimiento de las importaciones. Por ello, para culminar con éxito el proceso de restablecimiento del equilibrio externo, será necesario persistir en las mejoras de competitividad exterior que se basan en el control de costes y precios y las mejoras de productividad.

Jordi Gual
Economista Jefe
30 de noviembre de 2013

CRONOLOGÍA

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.

NOVIEMBRE 2013

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

AGENDA

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 de administraciones públicas (tercer trimestre).

ENERO 2014

- 3 Avance IPC (diciembre).
- 8 Tasa de ahorro de los hogares (tercer trimestre).
- 9 Índice de sentimiento económico eurozona (diciembre). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 10 Índice de producción industrial (noviembre).
- 17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (noviembre).
- 23 Encuesta de población activa (cuarto trimestre).
- 28 Comité del Mercado Abierto de la Fed.
- 30 Avance del PIB trimestral (cuarto trimestre).
- 31 Balanza de pagos (noviembre). Avance IPC (enero).

2014: MÁS LUZ Y MENOS SOMBRA

El balance global de 2013 es positivo, y las perspectivas para 2014, mejores. En EE. UU., el proceso de recuperación se ha consolidado en 2013 y el debate ahora se centra en el inicio de la retirada de la política monetaria expansiva. La eurozona va un paso por detrás, pero los progresos también han sido notables. La actividad ya presenta tasas de crecimiento positivas y la crisis de deuda soberana, aunque no se ha cerrado, hace unos meses que se mantiene en un revelador segundo plano. La evolución de los principales países emergentes, en general, también ha sido favorable, aunque en este caso la salida de capitales propiciada por el debate sobre el inicio del *tapering* ha puesto al descubierto importantes vulnerabilidades en algunos de ellos.

Los riesgos, sin embargo, se mantienen elevados y ligados a la gestión de la política económica. Buena parte de las posiciones que los inversores deshicieron en activos emergentes han ido a parar a instrumentos de deuda corporativa de elevada rentabilidad y reducida calidad crediticia. La Fed permanece vigilante al respecto, y meras intervenciones verbales pueden ser suficientes para observar correcciones en estos mercados. En la eurozona, el refuerzo institucional cobra, si cabe, mayor trascendencia dado el actual escenario, en el que el margen de actuación de la política monetaria convencional dispone de muy poco recorrido adicional.

EE. UU. aguanta el pulso. El PIB creció un 0,7% en tasa intertrimestral, por encima de lo esperado y de los registros de 2T. Aunque el dato fue positivo, el excesivo protagonismo de un componente tan volátil como la acumulación de existencias y la expansión modesta del consumo privado y la inversión generaron dudas sobre cuál iba a ser el ritmo de crecimiento en el tramo final de 2013. De todas formas, los datos más recientes disipan los miedos a un 4T más débil. La actividad empresarial ha seguido su senda ascendente en octubre y noviembre, y los registros de empleo de octubre han sorprendido al alza.

China gana tracción y ambición reformadora. Los últimos datos de actividad chinos confirman que la economía va recuperando su dinamismo. Sin embargo, la novedad más significativa proviene del ámbito de la reforma económica. En la Tercera Sesión Plenaria del Partido Comunista se anunciaron diferentes líneas de actuación que, de realizarse plenamente, comportarán un mayor peso de la iniciativa privada. Destacan la reducción de determinados subsidios que benefician a las empresas públicas, la reforma administrativa y fiscal y un mayor grado de liberalización. En este último ámbito se prevé una ampliación de la aper-

tura a la inversión extranjera y la liberalización del sector financiero.

La recuperación de la eurozona sigue en marcha, pero se amplían las diferencias entre Alemania y Francia e Italia.

Tal y como se esperaba, el crecimiento del PIB de la eurozona se moderó ligeramente en 3T (0,1% intertrimestral frente a 0,3% en 2T). Esto no debe ser motivo de preocupación, ya que el buen dato de 2T respondía, en parte, a factores temporales. Una vez descontados, la tendencia sigue siendo positiva. En cambio, deben seguirse con atención las divergencias en la capacidad de crecimiento de los distintos países, que lentamente se van constatando. Alemania se reafirma como el motor económico; los llamados países periféricos, en general, también se van subiendo al tren de la recuperación. La otra cara de la moneda son Francia e Italia, países en los que se aprecia un pulso de fondo más débil: en ambos casos el retroceso del PIB fue del 0,1% en 3T 2013, los indicadores de 4T no anticipan grandes mejoras y siguen existiendo dudas sobre la capacidad de crecimiento a medio plazo. La divergencia en los patrones de crecimiento, aunque no suponga un riesgo a corto plazo, podría generar tensiones en torno al momento en el que se deberá empezar a moderar la política monetaria expansiva, y con qué intensidad, algo de lo que previsiblemente se discutirá durante 2014, especialmente a raíz del *tapering*.

La demanda interna impulsa la recuperación de la economía española.

La economía española inició el camino hacia la recuperación con el sector exterior como único aliado, pero finalmente la demanda interna ha aparecido en escena. En 3T 2013 su contribución al crecimiento, en términos intertrimestrales, fue de 0,3 p. p. Este cambio vino impulsado por un avance nada despreciable del consumo de los hogares (0,4%) y de la inversión (0,2%). Parte del repunte es fruto de la mejora de las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo, que permite que se empiecen a tomar decisiones de consumo e inversión que hasta la fecha se habían pospuesto por la elevada incertidumbre que rodeaba el escenario macroeconómico. El contrapunto lo ofrecen las exportaciones, que en 3T han perdido el vigor que exhibieron durante el primer semestre. En la medida en que la recuperación de la eurozona se vaya consolidando y se despejen las dudas sobre los emergentes, el sector exterior debería recuperar el protagonismo de los últimos años. Para consolidar el proceso de recuperación, sin embargo, es imprescindible seguir ganando competitividad y finalizar la implementación de la agenda de reformas acordada con Bruselas.

PREVISIONES

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

Economía internacional

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

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

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,27	0,31	0,74	0,28	0,26	0,24	0,25	0,28	0,34
Líbor 12 meses	1,01	0,69	0,66	1,08	0,70	0,67	0,61	0,60	0,63	0,69
Deuda pública a 2 años	0,27	0,31	0,70	1,46	0,26	0,36	0,37	0,52	0,64	0,77
Deuda pública a 10 años	1,78	2,32	3,05	3,64	1,98	2,70	2,68	2,82	3,03	3,14
Euro										
Refi BCE	0,88	0,54	0,25	0,42	0,58	0,50	0,33	0,25	0,25	0,25
Euríbor 3 meses	0,57	0,21	0,20	0,52	0,21	0,22	0,21	0,20	0,20	0,20
Euríbor 12 meses	1,11	0,53	0,51	0,91	0,51	0,54	0,51	0,50	0,50	0,50
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,12	0,31	0,97	0,06	0,17	0,13	0,10	0,21	0,38
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,98	2,26	1,41	1,78	1,79	1,88	1,95	2,02
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,29	1,32	1,32	1,32	1,31	1,32	1,34	1,32	1,32	1,32
¥/euro	102,71	128,80	135,84	129,91	128,88	131,09	133,39	137,00	137,65	135,86
£/euro	0,81	0,85	0,83	0,85	0,85	0,86	0,84	0,83	0,83	0,86
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	111,38	108,05	107,47	109,25	103,16	109,24	107,58	106,76	107,35	107,77
Brent (euros/barril)	86,61	81,68	81,29	82,66	78,97	82,46	80,27	81,05	81,36	81,44

Previsiones

COYUNTURA · Tono positivo de los mercados en noviembre

La estabilidad es la tónica dominante de unos mercados atentos a los bancos centrales. Tras las notables ganancias de meses anteriores, los activos de riesgo atraviesan una fase de consolidación o pausa generalizada, de variado perfil atendiendo al país y la tipología de activo. El tono continuista de las autoridades monetarias de los países desarrollados, partidarias de mantener las políticas ultralaxas, junto con el pulso moderado pero resistente de la economía estadounidense y la evolución favorable de la actividad en la eurozona, son los elementos que sostienen este clima constructivo.

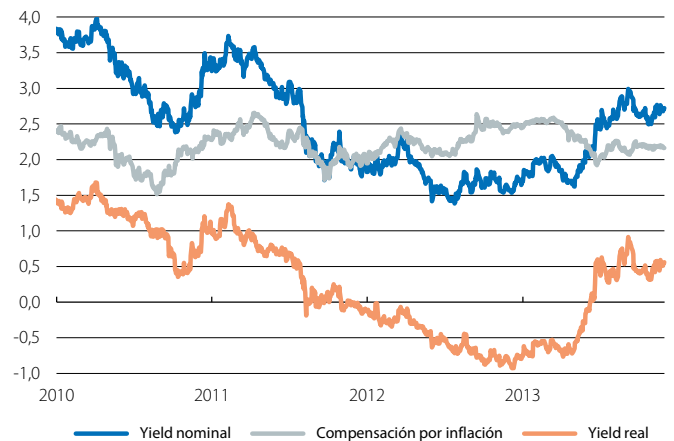
Las actuaciones de la Reserva Federal (Fed) seguirán ejerciendo gran influencia sobre el comportamiento de los mercados. Se mantiene la dinámica de los últimos tiempos: elevada sensibilidad a la estrategia y tempos que anuncia la Fed. Concretamente, las declaraciones de Janet Yellen, próxima presidenta de la institución a partir de febrero, en las que manifestó su intención de continuar con las políticas expansivas a fin de sostener la recuperación y reducir el desempleo, tuvieron una acogida satisfactoria entre los inversores. Si bien el consenso de analistas prevé que el inicio del *tapering* se produzca a principios del próximo año, no puede descartarse que tenga lugar ya en diciembre si los registros de actividad y empleo de noviembre muestran avances sólidos. Sin embargo, conviene tener presente, tal y como han manifestado diversos dirigentes de la Fed, que la estrategia de normalización monetaria será muy gradual y conservadora, y que los tipos de interés oficiales permanecerán en niveles próximos a cero durante un largo periodo. En este contexto, las *yields* de la deuda pública a 10 años registraron movimientos contenidos.

Por su parte, y contra pronóstico, el BCE recortó tipos. Redujo el tipo refi y la facilidad marginal de crédito en 25 p. b. hasta un mínimo histórico del 0,25% y 0,75%, respectivamente. Mantuvo sin cambios la remuneración de la facilidad de depósito en el 0%. La decisión del BCE, que se aborda con más detenimiento en el Focus «El BCE recorta tipos: ¿acierto o precipitación?», responde a las presiones bajistas sobre la inflación de la eurozona (más acentuadas en países en procesos de ajuste y devaluación interna, como es el caso de España). La institución extendió un año más, hasta mediados de 2015, las subastas ilimitadas de liquidez a los plazos habituales, por lo que los riesgos de liquidez y repunte de los tipos monetarios están razonablemente controlados.

El refuerzo institucional de la eurozona cobra, aun si cabe, mayor trascendencia, dado el escaso margen de actuación disponible y los problemas de efectividad de la política monetaria convencional. El diseño e implementación del Mecanismo Único de Resolución, en el marco de la futura unión bancaria, es el principal frente por el que debe avanzarse: una demora excesiva puede tener un elevado coste en términos de credibilidad de las instituciones comunitarias europeas y entorpecería el cami-

EE. UU.: yield nominal, real y compensación por inflación

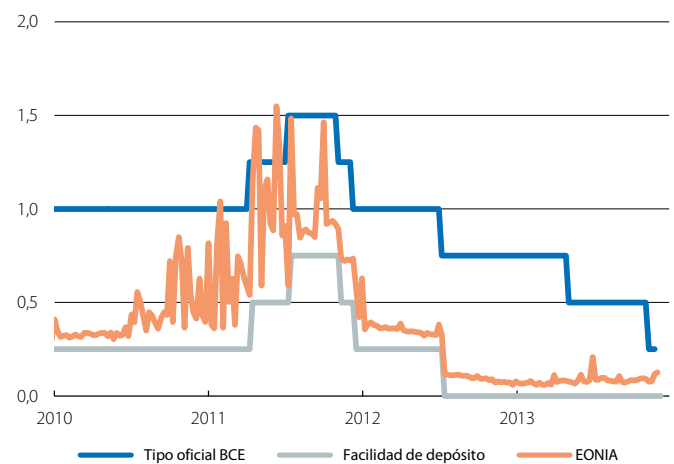
Bonos a 10 años (%)



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

Eurozona: tipo oficial BCE, facilidad de depósito y EONIA

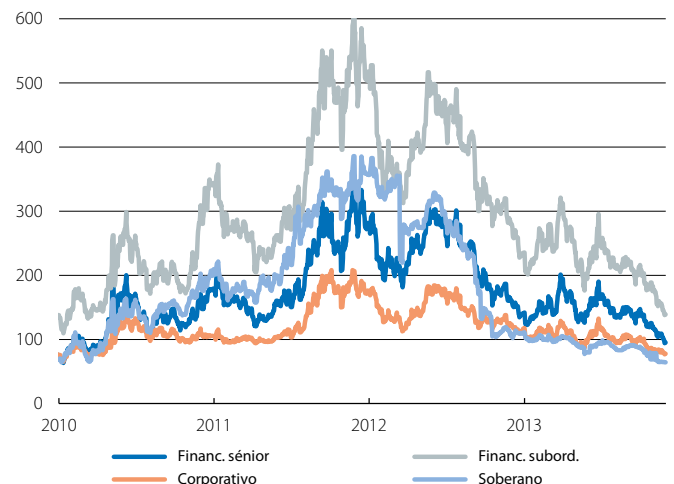
(%)



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

Primas CDS en Europa por tipo de emisor

(En puntos básicos)



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

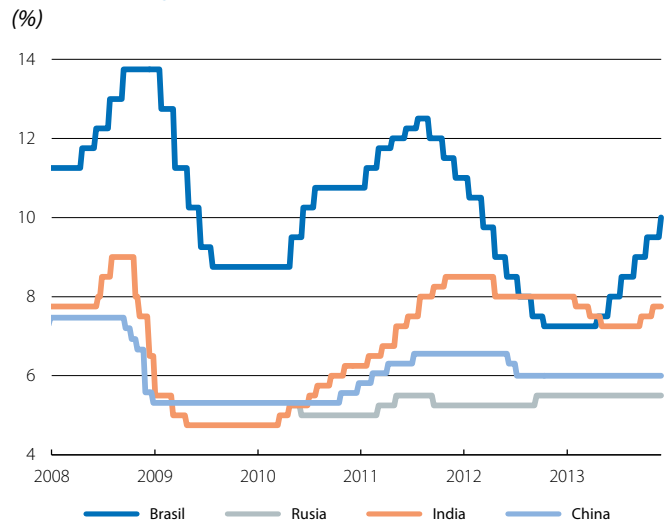
no que queda por recorrer para seguir reduciendo la fragmentación del mercado de capitales de la zona del euro. El pacto alcanzado en Alemania entre democristianos, liderados por la canciller Angela Merkel, y socialdemócratas para gobernar en coalición es susceptible de suavizar la postura germana sobre el alcance de la unión bancaria. Paralelamente, el ejercicio de evaluación de solidez al que serán sometidas en los próximos meses las entidades financieras de la eurozona por parte del BCE puede constituir un foco de inestabilidad alrededor del sistema bancario. Pese a todo, creemos que las dificultades que puedan surgir se superarán.

Mientras, la volatilidad en los mercados emergentes se mantiene en niveles moderados, a la espera de la Fed. Las perspectivas de un inicio anticipado del *tapering*, al calor de los datos de empleo de octubre en EE. UU., volvieron a reavivar las salidas de capitales en el bloque emergente, si bien de forma contenida y lejos de los niveles registrados durante el *sell off* veraniego. Episodios de inestabilidad como el actual se irán sucediendo, aunque las mejores perspectivas de crecimiento en los grandes emergentes contribuirán a estabilizar el entorno financiero. Asimismo, la persistencia del sesgo moderadamente restrictivo de la política monetaria de algunos países como Brasil, India e Indonesia, orientado a controlar las tensiones inflacionistas y a ganar credibilidad en los mercados internacionales, será otro factor que favorecerá una mayor estabilidad ante el escenario futuro de tipos de interés globales al alza.

Las autoridades chinas trazan un ambicioso plan de reformas estructurales. En el ámbito financiero, las principales líneas de actuación se centrarán en facilitar una mayor apertura a la inversión extranjera, avanzar en la liberalización de los tipos de interés, el tipo de cambio y la convertibilidad de la cuenta de capitales, así como en promover la regulación prudencial del sistema financiero en su conjunto. Si bien la valoración de las reformas es positiva dado que van en la dirección correcta, la corrección de los desequilibrios internos de los que adolece el gigante asiático (exceso de crédito y precios inmobiliarios) será lenta, por lo que seguirán constituyendo un factor de riesgo.

Lejos de detenerse, la exuberancia en los mercados de crédito se intensifica. El entorno de liquidez abundante y tipos en niveles excepcionalmente reducidos ha motivado que buena parte de las posiciones que los inversores deshicieron en activos emergentes hayan ido a parar a instrumentos de deuda corporativa de elevada rentabilidad y reducida calidad crediticia, particularmente de compañías estadounidenses (véase Focus «Sobrecalentamiento en los mercados de crédito de EE. UU.»). Tanto los volúmenes de emisión como los *spreads* crediticios se sitúan, en muchos casos, en niveles previos a la crisis financiera, lo cual pone de manifiesto los potenciales riesgos que entraña la presente dinámica. La Fed permanece vigilante al respecto, por lo que meras intervenciones verbales pueden bastar para desencadenar correcciones en estos mercados.

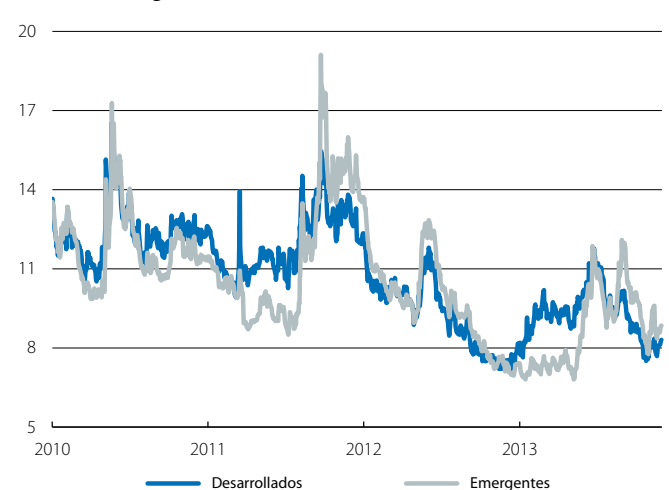
Países emergentes: tipos de interés oficiales



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

Volatilidad en los mercados de divisas

(Índices JP Morgan)

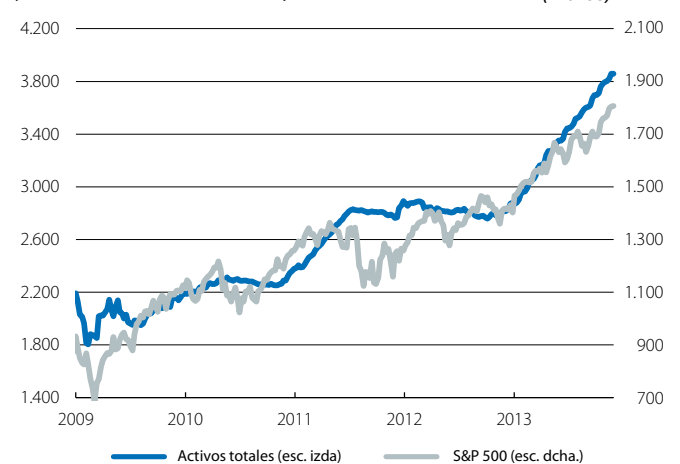


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: activos en el balance de la Fed y S&P 500

(Miles de millones de dólares)

(Índice)



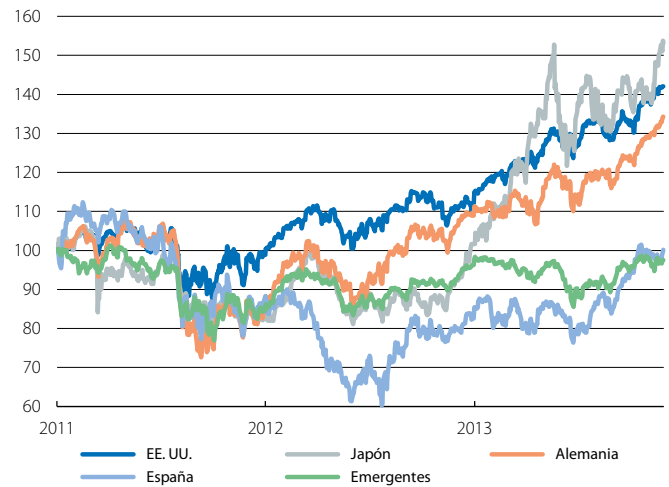
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tono mixto de los mercados bursátiles en noviembre: avances en EE. UU., eurozona y Japón; pausa en España y emergentes. Una vez más, los índices estadounidenses S&P 500 y Dow Jones y el Dax germano alcanzan nuevos máximos históricos. El mantenimiento de las políticas monetarias de gran laxitud por parte del bloque desarrollado, junto con la favorable evolución del cuadro macroeconómico mundial, están detrás de lo anterior. La publicación de los resultados corporativos de 3T en EE. UU. y Europa ha reforzado la dinámica alcista de las bolsas, pese a que el balance en el Viejo Continente ha sido discreto: el 46% de las compañías del índice Eurostoxx 600 baten previsiones mientras que en EE. UU. la proporción alcanza el 67% entre las empresas del S&P 500. Si bien las perspectivas de medio y largo plazo para la renta variable global son positivas, a corto plazo el ímpetu alcista puede dar paso a una corrección de alcance y duración moderadas, especialmente en el caso estadounidense. Esto ya se está observando en la bolsa española, que experimenta de forma ordenada una corrección que aliviará las condiciones de elevada sobrecompra que se venían observando. Por su parte, las bolsas emergentes pierden dinamismo y consolidan las tímidas ganancias de semanas previas.

Compás de espera para la deuda pública española e italiana. Los tipos de interés de largo plazo de la deuda pública de ambas economías encuentran dificultades para materializar descensos adicionales, lo que obedece más a factores de carácter exógeno (ruido alrededor de la cuestión del *tapering*) que internos: la rentabilidad del bono español a 10 años repunta 20 p. b. en el mes hasta el 4,15%. Sin embargo, los esfuerzos de consolidación fiscal no deben relajarse ante un calendario que el próximo año promete ser exigente para los Tesoros de ambos países: España afronta unos vencimientos de deuda cercanos a los 173.000 millones de euros, mientras que la cifra para el país transalpino asciende a cerca de 330.000 millones. Pese a ello, esperamos una evolución positiva para la deuda pública periférica en 2014, salpicada de episodios de volatilidad contenida.

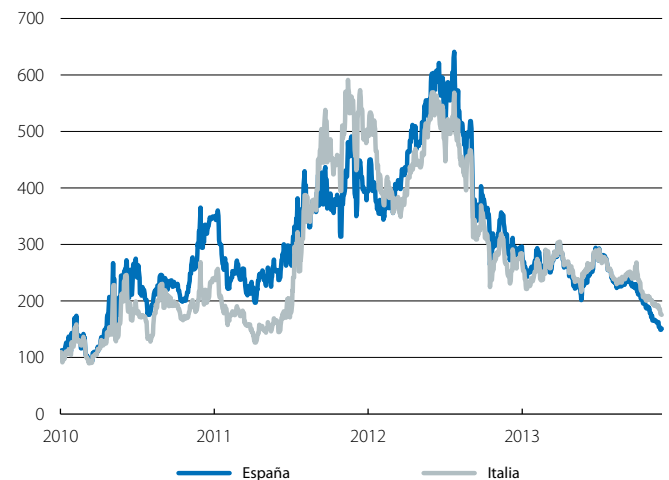
Las expectativas de *tapering* inciden en el alza del petróleo y en el cruce euro-dólar. Los datos de actividad norteamericanos y la rebaja de tipos en la eurozona están detrás de la cesión del euro frente al dólar hasta la zona de los 1,34 dólares. La previsible evolución de la política monetaria en EE. UU. seguirá dominando la evolución entre ambas divisas en el rango de fluctuación 1,30-1,35. Por su parte, el yen se ha depreciado frente al dólar, al hilo de las especulaciones sobre un mayor ritmo en las compras de deuda efectuadas por el Banco de Japón en el marco del *Abenomics*. En el apartado de materias primas, el petróleo Brent se ha visto afectado también por la reducción en la oferta de crudo de Arabia Saudí, situándose en el tramo final de mes en el rango superior del intervalo 100-110 dólares/barril. Los metales básicos y el oro han retrocedido significativamente, debido a la moderada incidencia que las decisiones de la Fed tienen sobre la cotización de los mismos.

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



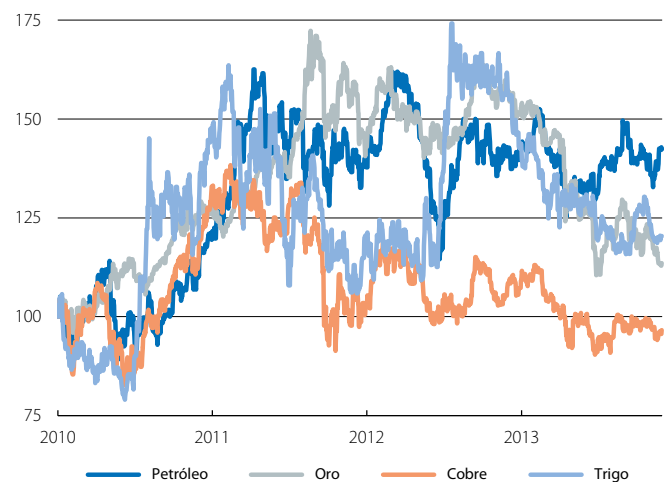
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Primas de riesgo de deuda soberana
(CDS en puntos básicos)



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

Evolución de las materias primas
(Enero 2010 = 100)



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

FOCUS · El BCE recorta tipos: ¿acierto o precipitación?

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) acordó recortar los tipos de interés oficiales en su reunión de noviembre un 0,25%, en contra del pronóstico de la gran mayoría de analistas, que no contemplaba un recorte de tipos. Así, el tipo de interés de referencia (*refi rate*, en inglés) se sitúa en el 0,25%, nuevo mínimo histórico. El tipo de interés de la facilidad marginal de crédito fue recortado en la misma cuantía, hasta el 0,75%, mientras que la remuneración de la facilidad de depósito permaneció sin cambios en el 0,0%. La institución volvió a reiterar que «los tipos oficiales del BCE permanecerán en los niveles actuales o más bajos por un periodo extenso».

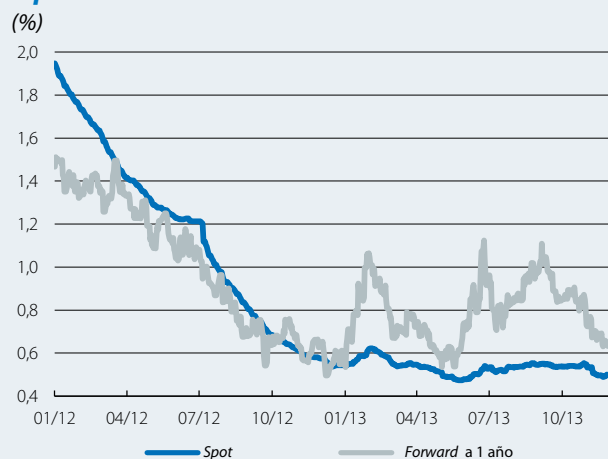
La decisión adoptada por la autoridad monetaria de la eurozona viene motivada en gran medida por los recientes datos de inflación observados en la zona del euro. A saber, el crecimiento de los precios en el conjunto de la eurozona sorprendió al situarse en el 0,7% interanual en octubre, notablemente por debajo de las previsiones, y lejos del objetivo de inflación de largo plazo que contempla el banco central en cotas próximas, aunque por debajo del 2%. El propio Mario Draghi declaró que es «probable asistir a un periodo prolongado de baja inflación» al que «seguiría una tendencia gradual al alza después». Con todo, la institución monetaria no teme un escenario de deflación generalizada, y señala que las expectativas de inflación «a medio y largo plazo continúan estando bien ancladas». Aunque se han extendido un año más las subastas ilimitadas de fondos a tipo fijo, hasta mediados de 2015, a través de las operaciones principales de financiación con vencimiento semanal (MRO), mensual y trimestral (LTRO), la opinión de algunos analistas sostenía que la eventual introducción de adicionales estímulos monetarios vendría de la mano de medidas no convencionales de mayor calado: una nueva subasta de liquidez a muy largo plazo (LTRO), situar la remuneración de la facilidad de depósito en terreno negativo o la esterilización parcial de las compras de activos efectuadas por el BCE a raíz de la aparición de las fuertes tensiones en los mercados de deuda periféricos en 2010.

Más allá de los tecnicismos inherentes a la propia decisión, el recorte de tipos ha generado diversidad de opiniones entre partidarios y detractores, aunque existe consenso en afirmar que la medida ha sido oportuna y acertada. Por un lado, y en el actual contexto de incipiente recuperación de la actividad de la eurozona, el BCE ha querido poner tierra de por medio ante los eventuales riesgos que suponen para la todavía tenue recuperación tasas de inflación excesivamente alejadas de su objetivo de largo plazo. Por otro lado, la decisión de recurrir a recortes en el tipo rector refuerza el compromiso de la institución con la estrategia de política de orientación (*forward guidance*) iniciada en julio. Sin embargo, los detractores señalan que el BCE ha

podido tal vez precipitarse. Argumentan, en primer lugar, que el dato de inflación de octubre puede carecer de suficiente relevancia *per se*, por lo que hubiera resultado deseable disponer de información más completa al respecto, que será publicada en diciembre. En segundo lugar, tanto el margen como la efectividad que otorga la política monetaria convencional están muy cerca de agotarse debido a los niveles próximos a cero de los tipos oficiales, por lo que la decisión de recurrir a esta alternativa no es baladí.

Si bien el BCE manifestó que dispone de «artillería adicional» en caso de ser necesaria, lo cierto es que la implementación de nuevas medidas como la compra de bonos entraña complejas derivadas políticas, puesto que podrían sobrepasar el mandato único de estabilidad de precios del BCE. Sea como fuere, la institución deberá ser especialmente cuidadosa con la política de comunicación con el fin de facilitar una correcta formación en las expectativas de los agentes.

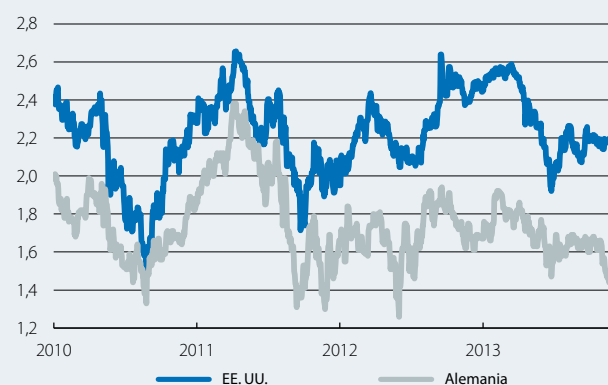
Tipos de interés: euríbor a 12 meses



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

Expectativas de inflación a 10 años

BEIR: Breakeven inflation rates (*) (%)



Nota: (*) Diferencial entre el bono nominal a 10 años y el bono indexado a la inflación con el mismo vencimiento.

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

FOCUS · Sobrecalentamiento en los mercados de crédito de EE. UU.

A principios de año, un miembro destacado del Consejo de Gobernadores de la Reserva Federal (Fed), Jeremy Stein, escribió un artículo con el sugerente título de *Sobrecalentamiento en los mercados de crédito: causas, medición y respuestas de política económica*. En aquellos momentos, los mercados de bonos corporativos y de titulaciones estaban experimentando una fuerte escalada de las cotizaciones, acompañada de un boom en el volumen de emisiones. Eran los primeros meses del QE3, la tercera ronda de compra de bonos lanzada por la Fed. Stein apuntaba que la combinación de factores como la innovación financiera, la regulación y los cambios en el entorno económico pueden, en ocasiones, contribuir a la formación de burbujas. Específicamente, aludió a las compras de bonos de la Fed como uno de esos cambios que, a través de alentar un proceso de «búsqueda de rentabilidad» entre los inversores, estaría detrás de la exuberancia que se observaba. Se mostró crítico al respecto, abogando por recalibrar las medidas de política económica.

Pocos meses después, la Fed sorprendió a los inversores al anunciar planes concretos para frenar las compras de bonos (*tapering*). El impacto en los mercados fue intenso: aumento de los tipos de largo plazo y de la primas de riesgo, junto con un brusco descenso de la negociación. Posiblemente asustada por esta reacción (además de otras consideraciones ligadas a la economía real, como las dudas sobre las consecuencias del *impasse* fiscal del otoño), la Fed decidió, sobre la marcha, aplazar sus planes. Hoy por hoy, la opinión de consenso es que el *tapering* empezará en 1T 2014 y será muy gradual. Tras estas idas y venidas, el panorama en los mercados de bonos es revelador: los signos de sobrecalentamiento, lejos de moderarse, se han recrudecido. Y no solo en EE. UU.

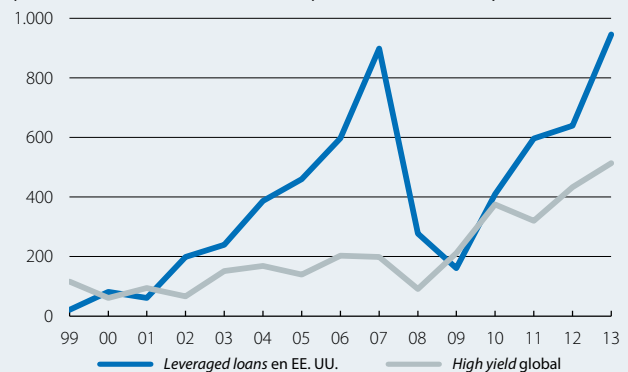
Tanto las *yields* como los *spreads* crediticios de los bonos corporativos y los préstamos sindicados se encuentran en mínimos históricos. De hecho, la mejora ha sido tanto mayor cuanto peor la calidad crediticia del emisor. El volumen de transacciones se ha disparado, también con protagonismo de instrumentos de desagradable recuerdo como las CLO (*collateralized loan obligations*) y los préstamos concedidos a empresas con elevado endeudamiento (*leveraged loans*). Es particularmente revelador el tremendo aumento de operaciones con escasas cláusulas de protección para el inversor (*covenant-lite*).

En suma, unas condiciones que difícilmente dejarán indiferente a la Fed, por lo menos a quienes piensen como J. Stein. El reto es rebajar la temperatura de estos mercados sin provocar su congelación, a la vez que se mantiene el apoyo a la economía real. Combinar adecuadamente los instrumentos convencionales y no convencionales de política monetaria en la reducción de la liquidez puede y debe ayudar. Pero casi más importante es la contribución de la

política macroprudencial. En este sentido, es alentador saber que la Fed, junto con otros organismos de regulación y supervisión, estudia medidas como obligar a los intermediarios a mantener porciones de los préstamos que se empaquetan como CLO, así como aumentar los requisitos de capital para los bancos que adquieren este tipo de productos de elevado riesgo.

Emisiones de deuda

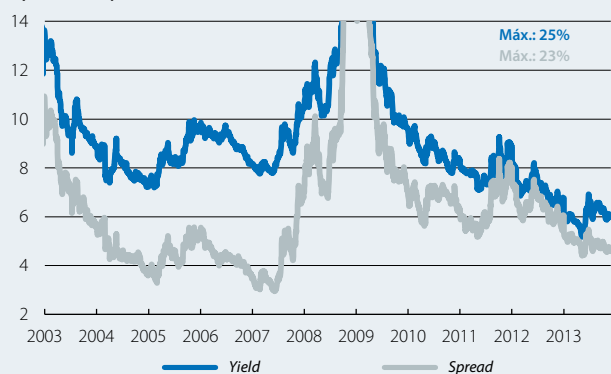
(En miles de millones de dólares; acumulado anual)



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

Yield y spread de bonos high yield en EE. UU.

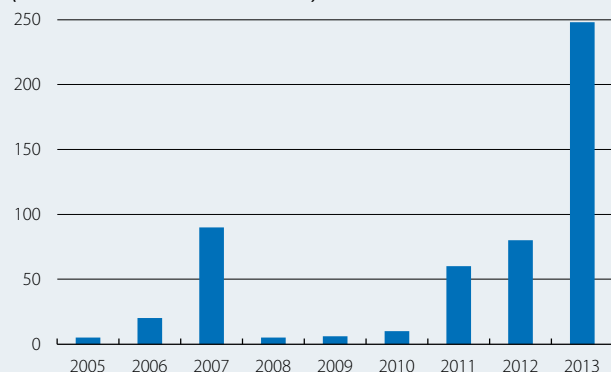
Spread respecto al bono soberano a 5 años (%)



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

Emisiones de préstamos covenant-lite en EE. UU.

(En miles de millones de dólares)



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	29-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,25	0,50	-25	-50,0	-50,0
Euríbor 3 meses	0,23	0,23	0	4,7	4,4
Euríbor 12 meses	0,50	0,55	-5	-4,1	-7,5
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,09	0,07	2	-2,4	8,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,12	0,12	0	14,7	12,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,69	1,67	2	41,0	34,0
Deuda pública a 10 años (España)	4,12	4,03	9	-112,4	-117,6
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	243	236	7	-153,6	-151,8
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,24	0,24	0	-6,7	-7,1
Líbor 12 meses	0,58	0,60	-2	-26,6	-28,3
Deuda pública a 1 año	0,12	0,09	3	-2,0	-5,1
Deuda pública a 2 años	0,28	0,31	-3	3,5	3,5
Deuda pública a 10 años	2,74	2,55	19	102,2	116,4

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	29-nov	31-oct	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	79	83	-4	-38,0	-40,2
Itraxx Financiero Sénior	97	117	-20	-44,2	-57,7
Itraxx Financiero Subordinado	146	179	-32	-88,9	-128,1

Tipos de cambio

	29-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,359	1,358	0,1	3,0	4,1
¥/euro	139,220	133,600	4,2	-18,0	-23,0
£/euro	0,830	0,847	-2,0	-2,0	-2,1
¥/\$	102,440	98,360	4,1	-15,5	-19,9

Materias primas

	29-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	463,2	457,3	1,3	-4,3	-4,0
Brent (\$/barril)	110,6	108,9	1,5	-1,4	-1,5
Oro (\$/onza)	1.253,5	1.323,1	-5,3	-25,8	-27,5

Renta variable

	29-nov	31-oct	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.805,8	1.756,5	2,8	26,6	27,5
Eurostoxx 50	3.086,6	3.068,0	0,6	17,0	19,8
Ibex 35	9.837,6	9.907,9	-0,7	19,8	23,3
Nikkei 225	15.661,9	14.327,9	9,3	50,6	65,7
MSCI emergentes	1.018,3	1.034,4	-1,6	-3,5	1,1
Nasdaq	4.059,9	3.919,7	3,6	34,5	34,9

COYUNTURA · La economía global avanza en su recuperación

La economía global mantiene su camino de recuperación.

Tomados en conjunto, los datos más recientes apuntan a que la reactivación económica sigue ganando tracción de forma paulatina en el tramo final de 2013. Esta trayectoria avala nuestro escenario macroeconómico mundial, en el que prevemos que el crecimiento sea del 2,9% en 2013, y que después acelere hasta el 3,7% en el conjunto de 2014. Esta última es una cifra notable, que se sitúa por encima del crecimiento promedio de las últimas décadas (3,4% durante el periodo 1980-2013). A pesar de esta tendencia, la recuperación no está exenta de riesgos tales como la incertidumbre fiscal y la normalización monetaria en Estados Unidos, los resultados a medio plazo de la política de apoyo a la demanda de Japón y la corrección de los desequilibrios macroeconómicos en emergentes como India o Turquía.

ESTADOS UNIDOS

El crecimiento en 3T 2013 sorprende favorablemente, pero su composición arroja ciertas dudas. El PIB de EE. UU. creció un 2,8% en tasa intertrimestral anualizada, por encima de lo esperado y de los registros de 2T (2,5%). Aunque el dato agregado fue satisfactorio, el desglose no lo fue tanto. Tal y como se menciona en el Focus «EE. UU.: la aceleración de 2014 depende de la inversión», el excesivo protagonismo de un componente tan volátil como el de la acumulación de existencias y el pulso modesto del consumo privado y la inversión generaron, en el momento de su publicación, ciertas dudas sobre cuál iba a ser el ritmo de crecimiento en el tramo final de 2013.

Los datos más recientes disipan los miedos a un 4T débil. Tanto la composición del PIB de 3T como el hecho de que en octubre se produjo el cierre parcial de los servicios públicos federales (los equivalentes a 1/6 del gasto federal, que afectó a unos 800.000 empleados públicos, durante diecisiete días naturales) provocaron dudas sobre en qué estado de forma acabaría EE. UU. el ejercicio 2013. Sin embargo, a medida que se han ido conociendo distintos indicadores económicos, esta incertidumbre se ha ido reduciendo. Así, la actividad empresarial ha seguido en su senda ascendente en octubre y noviembre. El índice ISM de manufacturas repuntó en octubre hasta los 56,4 puntos, por encima de los 56,2 puntos de septiembre. Igualmente satisfactoria fue la evolución del indicador PMI de noviembre, que registró un avance hasta los 54,3 puntos. Todo ello sugiere que el sector industrial, que amplifica los movimientos cíclicos de la economía en su conjunto, ha ganado aceleración en 4T. Similar senda mantuvo la actividad terciaria: el indicador ISM de servicios se situó en octubre en los 55,4 puntos (54,4 puntos en septiembre). También han evolucionado positivamente los precios de la vivienda en septiembre, ratificando la continuidad de la mejoría inmobiliaria. Incluso el leve descenso de la confianza del consumidor en octubre y noviembre queda matizado por la buena evolución de las ventas minoristas en octubre.

Economía mundial: indicadores de actividad PMI (manufacturas)

País	Último dato ^(*)	Julio 2013
Estados Unidos ^(*)	▲	▲
Japón	▲	▼
China ^(*)	▼	▼
Corea del Sur	▲	▼
Taiwán	▲	▼
Vietnam	▶	▲
India	▶	▼
Indonesia	▲	▼
Brasil	▲	▼
México	▲	▼
Rusia	▲	▼
Turquía	▼	▼
Polonia	▲	▲
República Checa	▲	▲

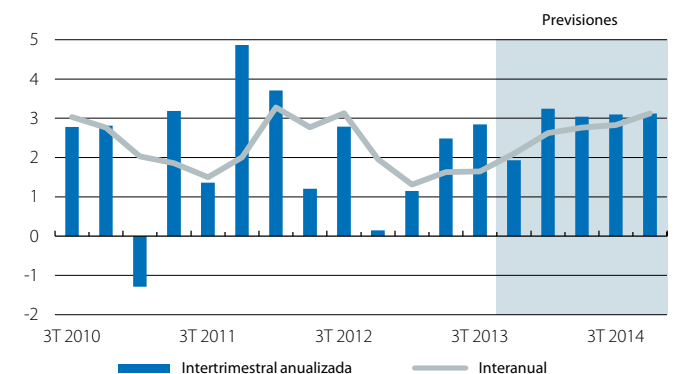
▲ > 50, tendencia reciente: aumento ▲ < 50, tendencia reciente: aumento
 ▼ > 50, tendencia reciente: disminución ▼ < 50, tendencia reciente: disminución
 ▶ > 50, tendencia reciente: sin cambio ▶ < 50, tendencia reciente: sin cambio

Nota: (*) El último dato se refiere a octubre de 2013, excepto Estados Unidos y China, que es noviembre de 2013.

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

EE. UU.: PIB

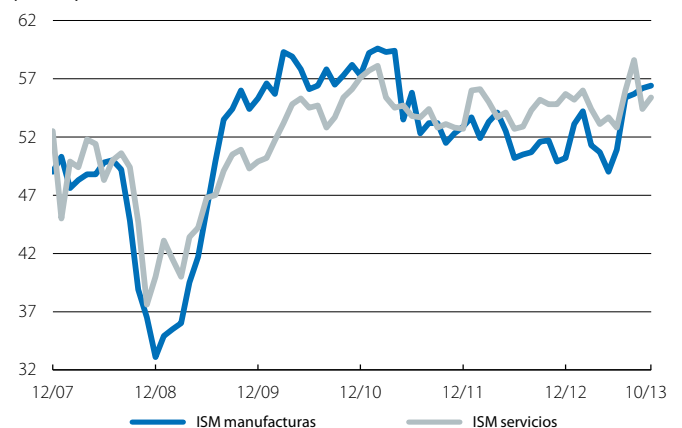
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

EE. UU.: indicadores de actividad

(Índice)



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

El empleo sorprende positivamente. Es quizás el elemento que en mayor medida ha contribuido a rebajar el miedo sobre el impacto del *shutdown*. En octubre, mes del cierre administrativo, se crearon 204.000 puestos de trabajo, claramente por encima de lo esperado. Asimismo se revisaron al alza los registros de agosto y septiembre. Las cifras de octubre no muestran un impacto apreciable del *shutdown*: el empleo público federal descendió moderadamente (pero no mucho más que en su tendencia reciente), mientras que el empleo privado crecía apreciablemente. Este dato positivo, que confirma que el empleo prosigue su recuperación, no debe hacer olvidar que la plena normalización del mercado laboral todavía está lejana. En ese sentido, cabe mencionar que en octubre, la tasa de paro aumentó hasta el 7,3% (una décima porcentual más que en septiembre) y la tasa de empleo se situó en el 58,3% (58,6% de septiembre). Más allá del nivel del último mes, cabe señalar que la tasa de empleo sigue anclada en esta zona desde finales de 2009, circunstancia que proyecta ciertas sombras sobre el mercado laboral estadounidense.

La Fed podría iniciar el tapering a finales de 1T 2014. La inflación, por su parte, sigue manteniéndose contenida. En octubre, el IPC se situó en el 1,0% interanual, en leve reducción respecto al 1,2% de septiembre. El IPC subyacente, que excluye energía y alimentos, aumentó un 1,7% interanual en octubre, un valor igualmente moderado. En este contexto, caracterizado por una recuperación que progresa, una inflación sin excesivas tensiones y un mercado laboral que paulatinamente mejora, la Fed podría optar por iniciar el proceso de reducción de compra de bonos (*tapering*) a finales de 1T 2014. Con todo, descartamos que la retirada de liquidez sea intensa hasta que el mercado laboral normalice su situación.

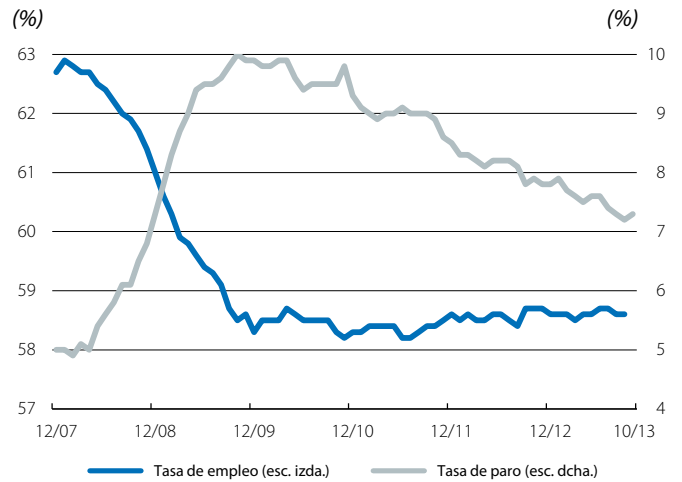
JAPÓN

El PIB decepciona en 3T. El crecimiento de Japón (1,9% intertrimestral anualizado) quedó por debajo de lo previsto y con una composición poco satisfactoria (véase el Focus «*Abenomics*, año uno»). Es llamativo el retroceso de las exportaciones, uno de los pilares tradicionales del crecimiento japonés. Además, tanto el consumo privado como la inversión desaceleraron sus respectivos avances.

El sector exterior sigue sin ser motor de crecimiento. Aunque los datos de comercio exterior de octubre muestran una cierta recuperación de las exportaciones, mayor que la de las importaciones, ello se debe principalmente a que septiembre fue un mes atípicamente malo en términos de ventas al exterior y a que la factura energética nipona se redujo en octubre. En términos de porcentaje del PIB, el saldo comercial de octubre es prácticamente idéntico al de 2T.

Se vislumbra la salida de la deflación. En el promedio de 3T el IPC creció un 0,9% interanual, su primer registro positivo desde 2T 2012. El dato de octubre mantiene el ritmo de crecimiento en la zona del 1% interanual.

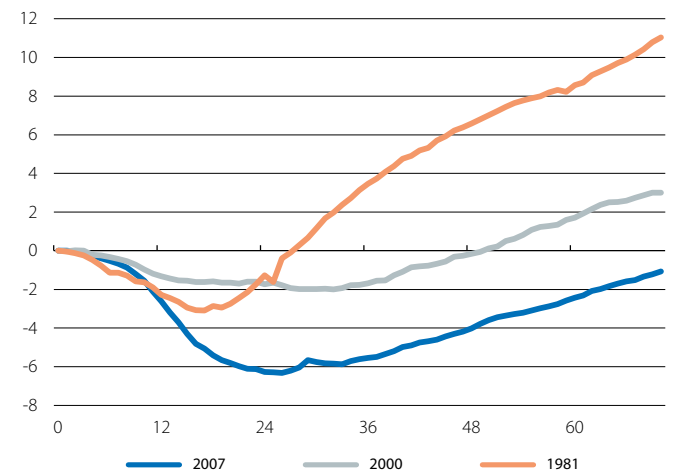
EE. UU.: empleo



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

EE. UU.: recuperaciones del empleo

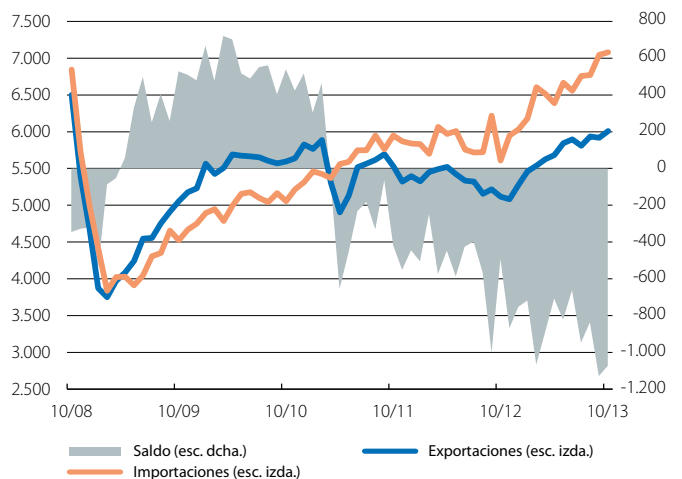
Respecto al nivel de empleo al inicio de la crisis (%)



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

Japón: balanza comercial

Datos mensuales (miles de millones de yenes)



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

ECONOMÍAS EMERGENTES

China gana tracción y ambición reformadora. Los últimos datos de actividad (producción industrial, ventas minoristas y exportaciones, en particular) confirman que la economía va recuperando su dinamismo. Sin embargo, la novedad más significativa proviene del ámbito de las reformas. En la Tercera Sesión Plenaria del Partido Comunista, una cita importante en la que se acostumbran a tomar decisiones de carácter estratégico, se anunciaron diferentes líneas de actuación que, de realizarse plenamente, comportaran un peso más importante de la iniciativa privada. Destacan la reducción de determinados subsidios que benefician a las empresas públicas, las reformas administrativa y fiscal y un mayor grado de liberalización. En este último ámbito se incluye una ampliación de la apertura a la inversión extranjera, la liberalización del sector financiero (que debería implicar una mayor flexibilidad en el régimen cambiario) y la relajación de algunos aspectos de las normas de migraciones internas y de la política «del hijo único».

A otra escala, similares desarrollos se repiten en México. En el país norteamericano, los últimos indicadores confirman que la economía se aleja del bache de 2T. En 3T el PIB avanzó un 0,8% intertrimestral, en contraste con el descenso del 0,5% del trimestre precedente. Creemos que la recuperación se mantendrá a medio plazo, beneficiada por la recuperación estadounidense, país que absorbe en torno al 80% de las exportaciones mexicanas. En este contexto de reactivación económica, y aprovechando el consenso parlamentario existente, se ha aprobado la reforma fiscal. Aunque el texto final adoptado es menos ambicioso de lo que en algunos momentos se esperaba, cabe reconocer que permite en cierta medida reducir la importancia de Pemex en los ingresos públicos mediante la subida de ciertos impuestos especiales, ajustes en la tributación sobre la renta y la eliminación de algunas exenciones en el IVA y en los tributos directos. En las próximas semanas se esperan noticias sobre la reforma energética.

Brasil y Rusia aceleran su actividad. En Brasil, el ritmo reciente de la actividad ha sido positivo. Tras una fuerte aceleración del crecimiento en 2T, hasta el 3,3% interanual, los indicadores de octubre (en especial, la confianza del consumidor), tienden a confirmar que el PIB mantendrá su expansión a ritmos similares. En el caso de Rusia, el dato preliminar del PIB de 3T sorprendió negativamente, al crecer únicamente un 1,2% interanual, sin cambio respecto a 2T. Con todo, los indicadores adelantados más recientes, como los de la OCDE, apuntan a que en 4T la actividad está empezando a remontar el vuelo. Por su parte, India creció un dinámico 4,8% interanual en 3T, aupada por el sector agrícola y por la fortaleza de los servicios empresariales.

China: indicadores económicos en perspectiva

Variación interanual (%)

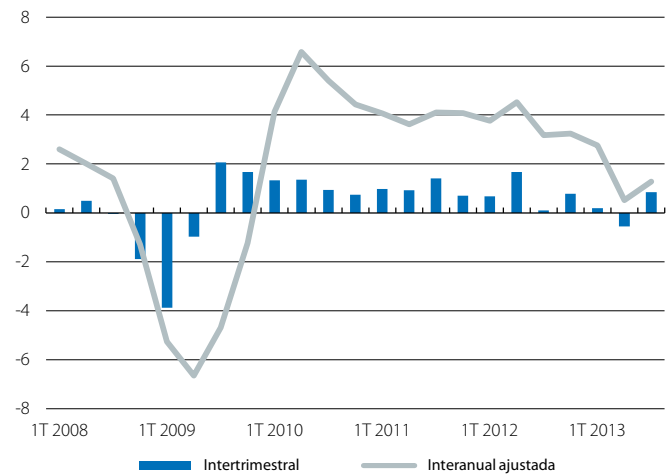
	Último dato	Periodo anterior	2012
PIB	7,8	7,5	7,7
Producción industrial	10,3	10,2	10
Producción eléctrica	8,1	5,3	4,3
Ventas minoristas	13,3	13,3	14,3
PMI manuf. (oficial)	51,4	51,1	50,8
Exportaciones	5,6	-0,3	8,0
Importaciones	7,6	7,4	4,3
Inversión ^(*)	20,1	20,2	20,6
Crédito bancario	14,3	14,1	15,7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

Nota: (*) Inversión acumulada en capital fijo urbano. (**) Promedio precio vivienda nueva en 100 ciudades.

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

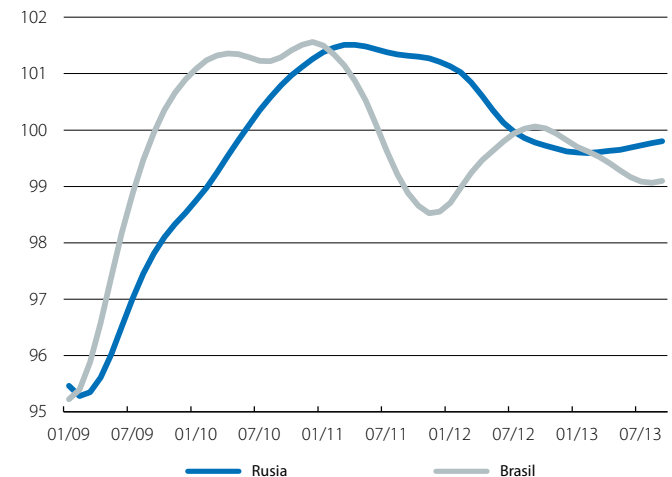
México: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

Brasil y Rusia: indicadores adelantados de actividad (Índice)



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

FOCUS · EE. UU.: la aceleración de 2014 depende de la inversión

El PIB de EE. UU. de 3T registró un avance del 2,8% intertrimestral anualizado. La primera impresión es positiva: la cifra batió ampliamente el 2,0% pronosticado por el consenso de analistas y parece confirmar el escenario de aceleración. El optimismo se ha visto reforzado por diversos indicadores parciales del 4T que muestran un impacto escaso del *shutdown* de principios de octubre. No obstante, un examen detallado del desglose por componentes del PIB invita a la cautela respecto a nuestra previsión de alcanzar un crecimiento del 2,8% en el conjunto de 2014: todavía faltan piezas en el engranaje que debe impulsar un crecimiento sostenido, y los riesgos siguen sesgados a la baja.

La sorpresa al alza del crecimiento de 3T se debió a la elevada contribución de la variación de existencias (0,8 puntos del total de 2,8) y a un consumo público que no bajó como se esperaba. Sin embargo, decepcionaron los dos componentes principales de la demanda interna privada: el consumo privado y la inversión empresarial. Su contribución conjunta al crecimiento del PIB fue tan solo de 1,2 puntos porcentuales, apenas la mitad del promedio durante el periodo 2000-2007. Esta atonía de consumo e inversión (que suponen el 80% del PIB) muestra que, por ahora, al sector privado le cuesta reaccionar ante los estímulos monetarios recibidos.

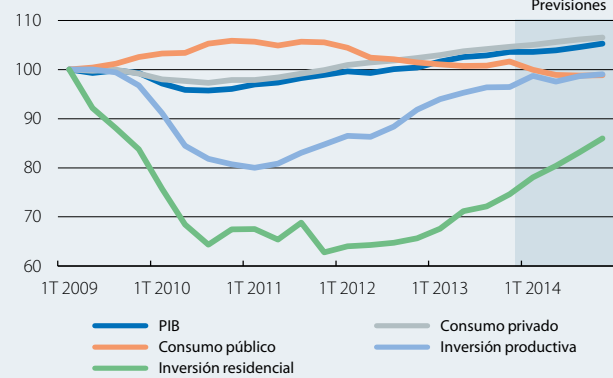
Nuestra previsión de un mayor crecimiento para 2014 se sustenta en una mejora del consumo privado y de la inversión. Para el consumo privado esperamos la ayuda de tres factores. En primer lugar, el ajuste fiscal de 2014 se prevé sensiblemente menor que en 2013. En segundo lugar, la situación patrimonial de los hogares debería seguir saneándose: el precio de la vivienda crece de manera sostenida y la deuda de los hogares se reduce. El tercer factor, la recuperación del mercado laboral, es sin embargo algo más tibio. Esperamos una mejora del empleo, pero será lenta y modesta. Esto se traducirá en incrementos de salarios (ingresos de las familias) muy leves, que hacen difícil que el consumo privado crezca a ritmos superiores al 2,5%.

Pero el mayor riesgo sobre la previsión de crecimiento para 2014 es la inversión productiva. El dato del 3T fue pobre, especialmente en lo concerniente a los bienes de equipo (la mitad de la inversión productiva), que retrocedieron un 3,7% intertrimestral anualizado y, en menor medida, a los gastos de propiedad intelectual (un tercio de la inversión productiva), que avanzaron un modesto 2,2%. Nuestra previsión es que la inversión recupere brío en 2014. Esta expectativa se fundamenta en la mejora ya observada en la confianza empresarial (índices ISM), en unos beneficios empresariales que siguen una trayectoria robusta, y en el hecho de que la inversión productiva,

a diferencia del consumo, sigue por debajo de los niveles de 2007 en términos reales. Por tanto, hay argumentos para esperar la recuperación de la inversión, aunque estos ya se han dado anteriormente.

EE. UU.: componentes del PIB

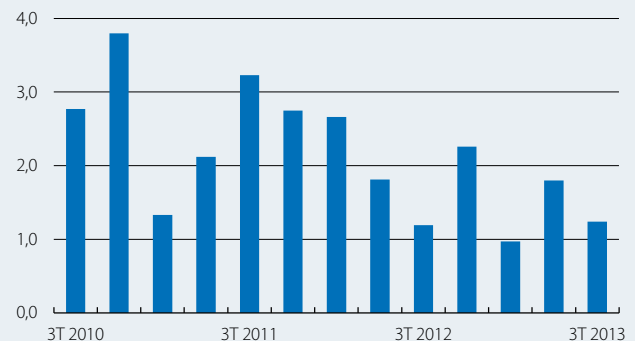
Índice (1T 2009 = 100)



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

EE. UU.: contribución de consumo privado e inversión productiva al crecimiento del PIB

Variación intertrimestral anualizada (%)

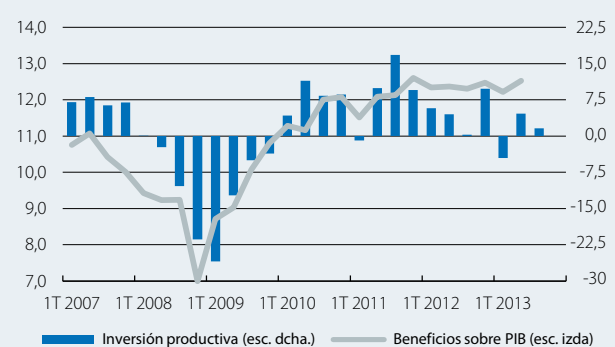


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

EE. UU.: inversión productiva y beneficios empresariales

(% del PIB)

Variación intertrimestral anualizada (%)



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

FOCUS · **Abenomics, año uno**

Abenomics es el término con el que se conoce la estrategia de política económica ultraexpansiva promovida por el primer ministro de Japón, Shinzo Abe, desde que llegó al poder a finales de 2012. Se compone de tres pilares. El primero es una expansión monetaria sin precedentes, junto con el establecimiento de un objetivo explícito de inflación (del 2%). El segundo es la flexibilidad fiscal, entendida como la capacidad de combinar consolidación fiscal con medidas de apoyo al crecimiento. El tercero, las reformas estructurales procrecimiento a medio y largo plazo. A punto de cumplir su primer aniversario, el balance de tareas y logros es positivo, pero no concluyente. El PIB ha encadenado tres trimestres de crecimiento por encima de su potencial y se roza el fin de la deflación. Los detalles muestran, sin embargo, una situación que todavía es frágil y susceptible de revertir. Queda, por lo tanto, mucho camino por recorrer.

Concretamente, en 3T el PIB creció un 1,9% intertrimestral anualizado (2,6% interanual), inferior a lo previsto, y con una composición desfavorable. Por un lado, el consumo privado avanzó un magro 0,4%, muy por debajo del 2,5% precedente, evidenciando que la demanda interna no está asentada. Asimismo, los dos puntales tradicionales del crecimiento pincharon: la inversión productiva desaceleró hasta el 0,7% y las exportaciones retrocedieron un 2,4%.

La expansión monetaria es la gran baza del *Abenomics* por ahora. Persigue un yen débil que apoye las exportaciones, así como poner fin a la deflación para asentar la demanda interna. Lo primero se ha logrado a medias. Desde niveles de clara sobrevaloración, el yen se depreció un 24% frente al dólar entre octubre de 2012 (cuando ya se descontaba la expansión monetaria) y mayo de 2013. Este movimiento vino acompañado de una subida superior al 80% del índice bursátil Nikkei, dominado por empresas exportadoras. En este sentido, las exportaciones tuvieron una buena primera mitad de 2013. Pero el dato de 3T supone un paso atrás que coincide con el errático comportamiento del Nikkei desde mayo. El final de la deflación tampoco se ha logrado del todo. El IPC de octubre subió al ritmo más alto de los últimos cinco años, pero solo gracias al encarecimiento del petróleo. Otras variables de inflación más amplias, como el deflactor del PIB, todavía están en terreno negativo. Esto significa que otro de los efectos deseados todavía no ha dado frutos suficientes: conseguir un crecimiento nominal del PIB que rebaje el peso de la deuda pública.

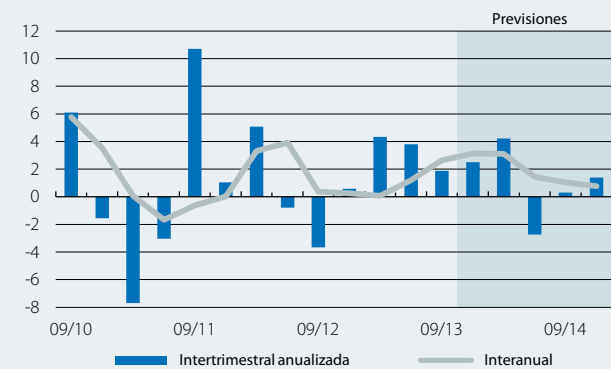
De hecho, el frente fiscal del *Abenomics* genera cierto escepticismo. La enorme deuda pública condiciona las posibilidades de expansión fiscal, y obliga a adoptar el concepto de flexibilidad. Así, la subida del IVA prevista para abril de 2014 (a fin de contener la deuda) debilitará un

consumo privado que no se está mostrando robusto, a menos que haya medidas paliativas.

Respecto a las reformas estructurales, hay una preocupante falta de concreción. El objetivo es elevar la renta disponible vía aumentos salariales, una mayor participación femenina en el mercado laboral y un menor ahorro empresarial. De momento, se ha conseguido poco.

Japón: PIB

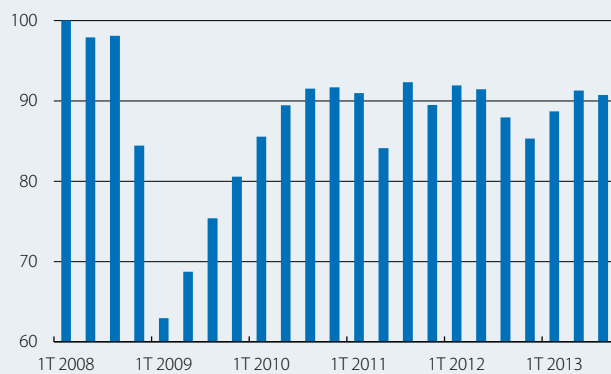
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

Japón: exportaciones

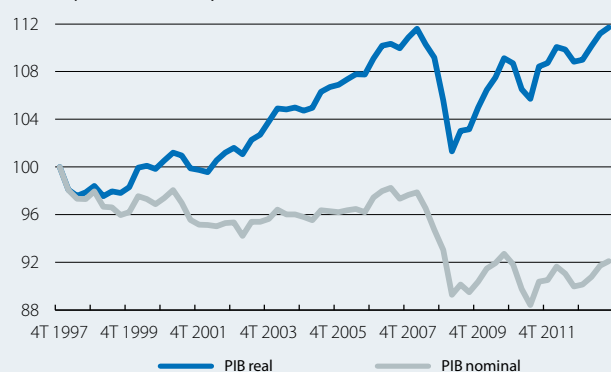
Índice (1T 2008 = 100)



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

Japón: PIB real y nominal

Índice (4T 1997 = 100)



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

PRINCIPALES INDICADORES

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	10/13	11/13
Actividad								
PIB real	1,8	2,8	2,0	1,3	1,6	1,6	–	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,4	4,9	4,4	3,7	4,2	4,0	4,0	...
Confianza del consumidor (valor)	58,1	67,1	70,4	62,8	75,1	81,0	72,4	70,4
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	56,4	...
Viviendas iniciadas (miles)	611,9	783,2	896	957	869	...	...	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	140,0	141,3	145	150	157	161	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,9	8,1	7,8	7,7	7,6	7,3	7,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	58,6	58,7	58,6	58,6	58,6	58,3	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	–3,6	–3,3	–3,3	–3,1	–3,0	–2,9	...	...
Precios								
Precios de consumo	3,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,6	1,0	...
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	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13
Actividad							
PIB real	–0,6	1,9	0,2	0,1	1,2	2,6	–
Confianza del consumidor (valor)	37,7	40,0	40,0	44,1	44,8	44,0	41,2
Producción industrial	–2,6	0,2	–6,3	–6,5	–3,1	1,9	4,8
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	–1,3	–5,0	–12,0	–8,0	4,0	12,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,6	4,4	4,2	4,2	4,0	4,0	4,0
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	–0,6	–1,4	–1,4	–1,7	–1,9	–2,1	–2,2
Precios							
Precios de consumo	–0,3	0,0	–0,2	–0,6	–0,3	0,9	1,1
Precios de consumo subyacente	–1,0	–0,6	–0,5	–0,8	–0,4	0,0	0,3

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	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13
Actividad							
PIB real	9,3	7,7	7,9	7,7	7,5	7,8	–
Ventas al por menor	17,1	14,3	14,9	12,3	12,5	12,8	13,3
Producción industrial	13,7	10,0	10,0	9,6	9,1	10,1	10,3
PMI manufacturas (oficial) (valor)	51,4	50,8	50,5	50,5	50,5	50,8	51,4
Sector exterior							
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	154	231	231	274	272	254	253
Exportaciones	20,2	8,0	9,5	18,4	3,9	3,9	5,6
Importaciones	25,0	4,3	2,8	8,3	5,0	8,4	7,6
Precios							
Precios de consumo	5,4	2,7	2,1	2,4	2,4	2,8	3,2
Tipo de interés de referencia ⁽²⁾ (valor)	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,5	6,3	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1

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

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

COYUNTURA · Recuperación, pero con diferencias entre Alemania y Francia e Italia

La recesión, poco a poco, queda atrás. Tal y como se esperaba, el crecimiento del PIB de la eurozona se moderó ligeramente en 3T (0,1% intertrimestral frente a 0,3% en 2T). Esto no debe ser motivo de preocupación ya que el buen dato de 2T respondía, en parte, a factores temporales. Una vez descontados, la tendencia sigue siendo positiva. Sí que son más preocupantes las divergencias en la capacidad de crecimiento de los distintos países, que lentamente se van constatando. Alemania se reafirma como el motor económico; los llamados países periféricos, en general, también se van subiendo al tren de la recuperación. En este sentido, son destacables los registros de España, Portugal e Irlanda. La otra cara de la moneda son las economías gala y transalpina, para las que se va confirmando una visión más pesimista.

Francia se encalla en el camino de la recuperación y Alemania se consolida como la locomotora europea. No hay duda de que la economía francesa atraviesa una etapa difícil. Esto quedó plasmado en la caída del PIB del 0,1% intertrimestral en 3T, un registro peor que el del conjunto de la eurozona. Los indicadores de actividad apuntan a que este diferencial negativo para la economía gala podría repetirse en 4T. Si bien el PMI de manufacturas de la eurozona aumentó en noviembre, ello fue en gran parte gracias a los signos de fortaleza de los indicadores alemanes, ya que los franceses empeoraron. El buen momento que atraviesa la economía alemana también se refleja en el índice de actividad empresarial IFO, que en octubre y noviembre superó los registros de 3T. El latido de la economía francesa es, en cambio, mucho más débil, no solo por el tono de los indicadores de actividad de 4T sino, sobre todo, porque a medio plazo siguen existiendo serias dudas sobre la capacidad de crecimiento de la economía gala.

Mejora de la actividad en los países periféricos. Italia moderó su ritmo de caída pero no consiguió abandonar la recesión. La pérdida de competitividad y la falta de reformas auguran una reactivación de la economía italiana menos vigorosa que la del conjunto de la eurozona. Las perspectivas son algo mejores en España: tras nueve trimestres de contracción, el PIB creció un 0,1% intertrimestral. También los registros que presenta la economía portuguesa son relativamente esperanzadores. Tras tres años de contracción económica, en 2T el PIB sorprendió con un avance del 1,1% intertrimestral (-0,4% en 1T). En 3T el avance se situó en el 0,2%, una cifra más acorde con la capacidad de crecimiento de Portugal a corto y medio plazo.

El aumento de los indicadores de actividad no desfallece, si bien las diferencias entre países siguen siendo notables. El índice de sentimiento económico de noviembre siguió su tendencia ascendente en Alemania, en Francia se tomó una pausa, reflejando una vez más la mayor debilidad de la economía gala.

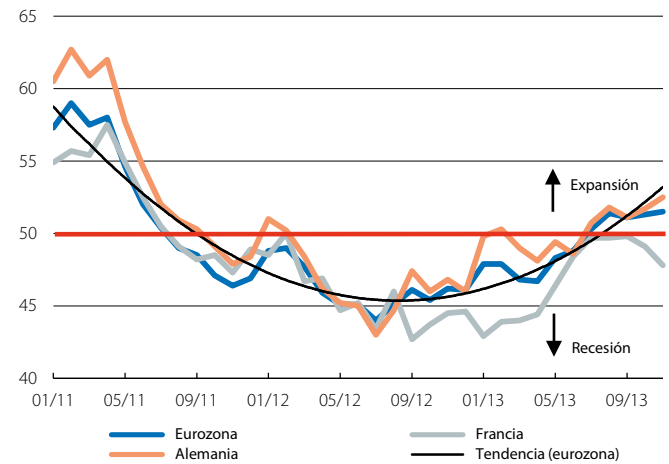
PIB

País	Variación intertrimestral		Variación interanual	
	2T 2013	3T 2013	2T 2013	3T 2013
Eurozona	0,3	0,1	-0,6	-0,4
Alemania	0,7	0,3	0,5	0,6
Francia	0,5	-0,1	0,5	0,2
Italia	-0,3	-0,1	-2,2	-1,9
España	-0,1	0,1	-1,6	-1,2
Portugal	1,1	0,2	-2	-1
Grecia			-3,8	
Irlanda	0,4		-1,1	

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

Indicadores de actividad

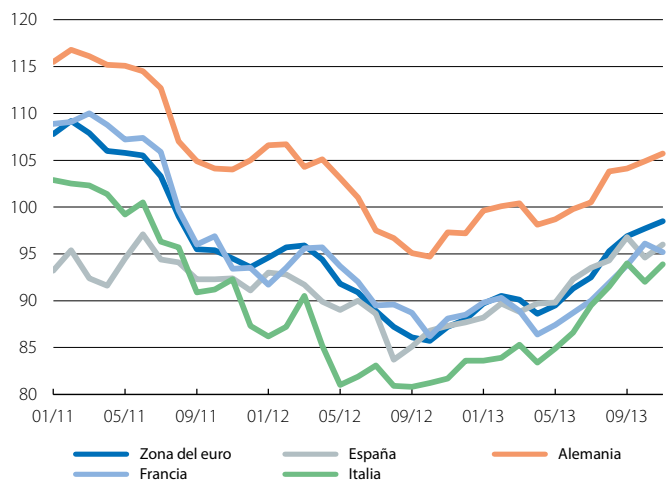
(Índice PMI de manufacturas)



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

Índice de sentimiento económico

(Valor)



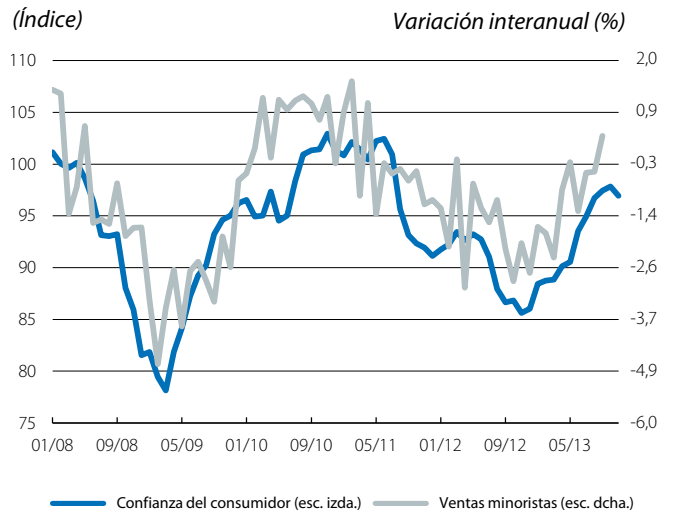
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

La demanda interna se suma al proceso de recuperación. El buen comportamiento de las ventas minoristas en 3T indica que el consumo poco a poco puede ir ganando protagonismo. Si bien los datos de noviembre de confianza del consumidor son un poco más flojos, todavía se sitúan por encima del nivel de 3T y no hay motivos para pensar que no retomarán la tendencia ascendente mostrada durante los últimos meses. La mejora de la demanda interna también se está haciendo palpable en la inversión. Según las encuestas de sentimiento económico que elabora la CE, las empresas del sector manufacturero de la eurozona esperan que la inversión crezca un 3% el próximo año. Ello contrasta con las expectativas que tienen para el conjunto de 2013, de un caída del 3%. Tanto el consumo como la inversión ya presentaron tasas de crecimiento intertrimestrales positivas en 2T 2013, del 0,1% y 0,2% respectivamente, pero la mejora que se ha producido en los indicadores mensuales desde entonces permite ser relativamente optimista.

La inflación repunta y aleja los temores sobre el riesgo de deflación. En línea con lo esperado, la inflación aumentó dos décimas y se situó en el 0,9% en noviembre, interrumpiendo así tres meses de descensos. Este cambio de tendencia estaba previsto en nuestro escenario ya que el descenso de la inflación de los últimos meses se explicaba sobre todo por factores transitorios (caída del precio del petróleo y de los alimentos no elaborados). En la medida en que estos efectos sigan perdiendo peso y que la recuperación de la demanda interna se vaya consolidando, la inflación irá ganando terreno. De todas formas, los importantes esfuerzos que varios países de la eurozona están llevando a cabo para seguir ganando competitividad mantendrán la tasa de inflación en niveles moderados. En este sentido, las encuestas de opinión de la CE sobre las perspectivas de inflación en los próximos meses son bastante estables y no presentan una tendencia clara. La actuación sorpresa del BCE del pasado noviembre, cuando rebajó el tipo *refi* hasta el 0,25%, debe ser interpretada como una nueva muestra de compromiso por parte de la máxima autoridad monetaria con un escenario macroeconómico en el que el crecimiento de los precios sea cercano al 2%.

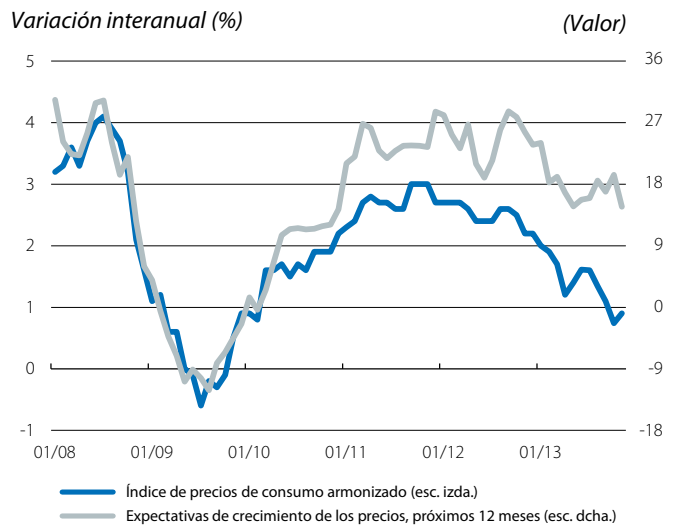
La mejora del índice de expectativas de creación de empleo de los últimos meses empieza a reflejarse en los datos del mercado laboral. En noviembre, el índice de expectativas para el sector industrial mantuvo la tendencia alcista de los últimos meses y se situó en los -6,3 puntos, un máximo desde abril de 2012. Ello empieza a tener un reflejo en los datos de paro. Concretamente, la tasa de paro descendió una décima en octubre, hasta el 12,1%, el primer retroceso que se registra desde 1T 2011. El mercado laboral de Alemania sigue siendo el que mejor tono presenta, con una tasa de paro que se mantiene en mínimos históricos y con un índice de expectativas de creación de empleo que sigue mostrando progresos muy significativos. En Francia, en cambio, aunque la tasa de paro descendió dos décimas en octubre, las perspectivas para el mercado laboral son menos halagüeñas. En este caso, el índice de expectativas experimentó un importante retroceso y se suma así al conjunto

Eurozona: indicadores de demanda



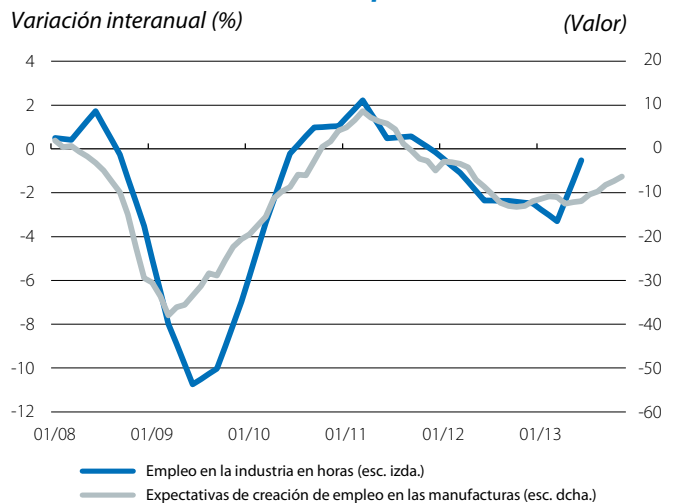
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Eurozona: inflación



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

Eurozona: indicadores de empleo



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

de indicadores que ponen en duda la velocidad a la que la economía gala se puede recuperar.

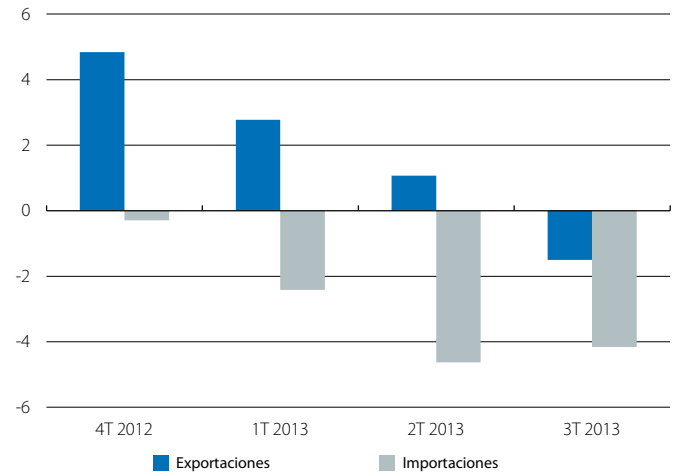
Las exportaciones sorprenden con una evolución más pobre de lo esperado. Durante los últimos años, el sector exterior ha sido la principal fuente de crecimiento de la actividad económica de la eurozona. Ya se esperaba que su contribución a la recuperación iría remitiendo a medida que las importaciones respondieran a la recuperación de la demanda interna. Pero la notable desaceleración del crecimiento de las exportaciones que se ha producido en los últimos meses ha sorprendido negativamente. Concretamente, en 3T las exportaciones cayeron un 1,5% en términos interanuales, hecho que contrasta con el incremento del 8,2% anotado en 3T 2012. Parte de esta desaceleración podría ser resultado de la caída de las perspectivas de crecimiento en los países emergentes que se produjo este verano cuando se anticipó el inicio del *tapering* para septiembre. Sin embargo, esta caída en las perspectivas de crecimiento de los emergentes ya se ha corregido y los pedidos de exportación siguen mostrando una tendencia favorable. Por tanto, la pérdida de dinamismo de las exportaciones debería ser temporal.

La CE espera que la recuperación continúe y gane intensidad el año próximo. No obstante, avisa que el crecimiento restará contenido por las necesidades de ajuste en un contexto de elevada incertidumbre. Con todo, los escenarios más catastróficos que se contemplaban hace unos trimestres, como la ruptura del euro, se han conseguido disipar. Asimismo, el saneamiento de los balances de los bancos, las empresas no financieras y los hogares debería ser más fácil a medida que el crecimiento de la actividad vaya ganando tracción. La CE insiste en la necesidad de implementar reformas que acompañen la corrección de los grandes desequilibrios macroeconómicos, siendo de especial relevancia la implementación de la Unión Bancaria, imprescindible para solventar la fragmentación financiera. Con ello, debería conseguirse que todas las empresas con el mismo perfil de riesgo obtuvieran condiciones de crédito similares independientemente de su ubicación regional.

Los desequilibrios macroeconómicos se están corrigiendo pero queda aún mucho recorrido. Por tercer año consecutivo, el informe de la CE, que estudia la evolución de 10 indicadores macroeconómicos, concluye que 16 países miembros necesitan una revisión en profundidad de su economía. La CE propondrá en los próximos meses a los distintos países con desequilibrios una serie de medidas para reconducir su situación y podría imponer penalizaciones económicas si juzga insuficientes la aplicación de estas. La novedad de este año es que, por primera vez, la CE ha decidido añadir a la lista de países con deberes a Alemania, en gran medida por el importante y sostenido superávit por cuenta corriente (véase el Focus «Informe de desequilibrios macroeconómicos: toque de atención a Alemania»). La cuestión importante es valorar hasta qué punto ello es resultado de un comportamiento excelente del sector exportador alemán, o es consecuencia de una falta de inversión crónica por parte de las empresas y del sector público.

Eurozona: balanza de bienes

Variación interanual (%)



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

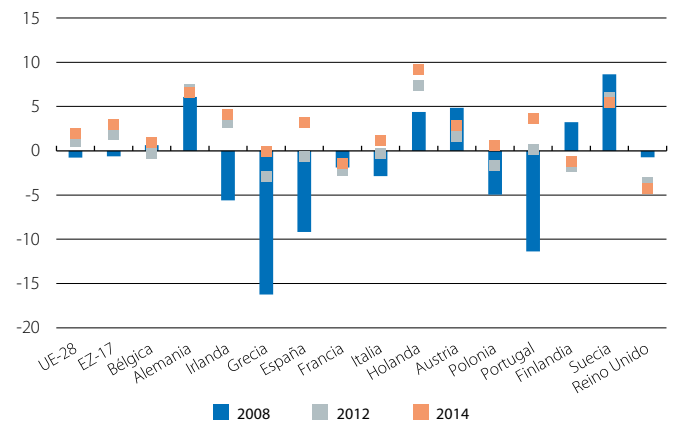
Previsiones de crecimiento del PIB de la CE

País	2013	2014	2015
Eurozona	-0,4	1,1	1,7
Alemania	0,5	1,7	1,9
Francia	0,2	0,9	1,7
Italia	-1,8	0,7	1,2
España	-1,3	0,5	1,7
Portugal	-1,8	0,8	1,5
Grecia	-4	0,6	2,9
Irlanda	0,3	1,7	2,5

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

Previsiones de saldo corriente de la CE

(% del PIB)



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

FOCUS · Informe de desequilibrios macroeconómicos: toque de atención a Alemania

El pasado 15 de noviembre la Comisión Europea (CE) publicó el informe anual de desequilibrios macroeconómicos, en el cual se estudia la evolución de diez indicadores económicos en los países de la Unión Europea con el fin de alertar sobre posibles desequilibrios que puedan afectar al crecimiento a medio plazo. A partir de estos indicadores, se decidirá si es necesaria una revisión en profundidad de la economía del país. Si el país no toma medidas para corregir los desequilibrios, la CE puede imponer penalizaciones económicas. La CE ha determinado que realizará esta revisión a dieciséis países, en trece de los cuales ya la había llevado a cabo este año. Los nuevos países son Croacia, Luxemburgo y... Alemania. La inclusión de Alemania puede parecer sorprendente, ya que su crecimiento está siendo el motor de la incipiente recuperación de la eurozona.

Alemania ha sido incluida en el grupo por dos motivos aparentemente contradictorios: (i) un superávit por cuenta corriente excesivo y (ii) una pérdida de cuota de mercado exterior. La pérdida de cuota de mercado es resultado, sobre todo, del fuerte crecimiento de las exportaciones por parte de los países emergentes y no del hecho de que las exportaciones alemanas estén cayendo. Nos centramos, por tanto, en el superávit por cuenta corriente. Durante los últimos tres años, este ha sido del 6,5% del PIB en promedio, superior al 6,0% que la CE marca como límite. La idea de que un superávit por cuenta corriente sea perjudicial para la economía parece contraintuitiva. ¿Cuál es el problema de vender más productos al extranjero que los que se compran al exterior?

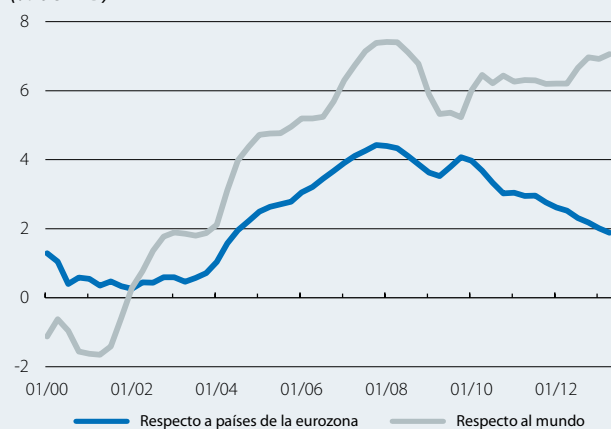
En parte, el superávit por cuenta corriente refleja una virtud de los productores alemanes, que han sabido aprovechar la aparición de una clase media-alta en los países emergentes para aumentar sus exportaciones. Además, el hecho de que comparta moneda única con países más débiles le permite acceder a los mercados internacionales con una moneda más barata. Es decir, si la divisa de Alemania fuera el marco, su valor sería superior al actual euro. Esto representa un subsidio a los bienes alemanes. El saldo corriente entre Alemania y los países periféricos (por ejemplo, España, Grecia y Portugal) era cercano a cero en 2000, llegó a máximos en 2008 y se está cerrando desde la Gran Recesión. La diferencia es que mientras que antes de la crisis la divergencia fue simétrica, aumentaba el superávit en Alemania y el déficit en los países periféricos, ahora es asimétrica. La cuenta corriente de Alemania entre 2008 y 2012 se ha mantenido constante, mientras que los periféricos han ajustado casi 10 p. p. de su PIB. Mirado de esta forma parecería que no se ha producido ningún ajuste en Alemania vis a vis con la eurozona. Nada más lejos de la realidad, el superávit de Alemania se ha mantenido constante gracias a un aumento del superávit respecto a los países de fuera de la eurozona y a una disminución del superávit respecto a los países de la eurozona.

No obstante, un superávit de la cuenta corriente significativo y persistente puede ser un reflejo de la gestación de desequilibrios económicos internos en la economía alemana. El superávit puede ser causado por una caída de la inversión o por niveles de consumo relativamente bajos. En Alemania, la inversión en el año 2000 fue del 22,3% del PIB, mientras que en el 2012 fue del 17,3%, ligeramente por debajo del 18,6% de la eurozona o del 19,0% de EE. UU. La tendencia negativa de la inversión (que explica el 57,4% del aumento del superávit) puede reducir el *output* potencial de la economía alemana. Además, también los salarios se han mantenido muy contenidos durante la última década. Entre 2000 y 2007 crecieron el 2,0% (variación anualizada promedio) y desde 2007 a 2012 crecieron el 1,5%. Si bien es cierto que esto ha ayudado a la economía germánica a ganar competitividad, también ha frenado la capacidad de crecimiento del consumo. De hecho, una de las primeras medidas que el nuevo Gobierno Merkel quiere tomar es introducir un salario mínimo, pero el efecto que ello pueda tener sobre el consumo depende de su diseño final. Si el salario mínimo se fija a nivel nacional, en lugar de regional, podría generar un aumento del paro, ya que la disparidad de salarios entre la Alemania del este y del oeste es todavía considerable.

En definitiva, el estudio en profundidad sobre la economía alemana que la CE llevará a cabo debería centrarse en determinar si los niveles de consumo e inversión pueden acabar dañando el crecimiento a medio plazo. Una alerta aparentemente sorprendente ahora que la economía alemana está liderando el crecimiento europeo, pero que debe seguirse con atención.

Saldo corriente de Alemania

(% del PIB)



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

FOCUS · Política monetaria ultralaxa: efectos redistributivos

La política monetaria ultralaxa que impera en uno y otro lado del Atlántico ha generado un profundo debate sobre los efectos redistributivos de mantener los tipos de interés en niveles muy bajos por un periodo prolongado de tiempo. No todos los hogares se ven afectados de la misma forma: unos, generalmente los más endeudados, que también acostumbran a ser los más jóvenes, se benefician de los bajos tipos de interés mientras que otros, los ahorradores, se ven perjudicados al recibir menores ingresos por intereses.

En total, los hogares de la eurozona son ahorradores netos. Es decir, sus activos financieros son superiores a sus pasivos financieros, lo que implica que las bajadas de tipos de interés tienden a reducir su renta disponible. Sin embargo, los costes y beneficios no se distribuyen de forma homogénea entre los distintos hogares. Los hogares de menores ingresos tienden a tener una ratio de deuda sobre ingresos más elevada. Por ejemplo, en la eurozona, para el 20% de los hogares con menores ingresos esta ratio se sitúa en el 351%, para el hogar medio, en el 167%, y para el 20% de hogares con mayores ingresos desciende hasta el 103%. No es de extrañar, por tanto, que a quien más beneficie una bajada del tipo de interés sea a los hogares de menores ingresos. Concretamente, un descenso de 1 p. p. del tipo de interés de la deuda reduce la carga financiera anual de los hogares de menores ingresos en 360 euros (el 3,5% de sus ingresos), mientras que para los hogares de mayores ingresos la reducción es de 1.750 euros (un 1% de sus ingresos).

El análisis por países es similar: son aquellos que presentan mayores niveles de endeudamiento, como Holanda y España, los que más se benefician de un descenso de los tipos de interés. En Holanda, por ejemplo, el 68% de los hogares están endeudados y tienen, en promedio, una ratio de deuda sobre ingresos del 266%. En este caso, una bajada de 1 p. p. del tipo de interés les reduce la carga financiera en 944 euros (1,8% de sus ingresos). En Italia, en cambio, solo el 23% de los hogares están endeudados y tienen una ratio de deuda sobre ingresos del 118%. En este caso, la carga financiera se reduce 92 euros (0,3% de los ingresos anuales).

Los cambios en los tipos de interés también afectan a los ingresos financieros. El 96,4% de los hogares europeos poseen un depósito bancario, sin embargo, la magnitud de su rentabilidad es pequeña con relación a los ingresos totales del hogar. Por ejemplo, los hogares europeos en promedio tienen 28.623 euros en depósitos. Una reducción de 100 p. b. del tipo de interés de los depósitos implica recibir 286 euros anuales menos, lo que representa un 0,6% de los ingresos del hogar medio. El efecto es mayor para los hogares de menores ingresos, ya que a pesar de

tener menos depósitos estos representan una mayor proporción de sus ingresos. Concretamente, en este caso la reducción de los ingresos sería de 93 euros, un 0,9% de sus ingresos anuales.

En definitiva, los bajos tipos de interés benefician los hogares y los países más endeudados, lo que implica que la política monetaria expansiva está ayudando al proceso de desendeudamiento de los hogares con mayores dificultades para hacer frente al pago de sus deudas. Otra cuestión más difícil de determinar son los efectos de estas políticas sobre la riqueza de los hogares: los bajos tipos de interés y la inyección de liquidez llevada a cabo por los principales bancos centrales ejercen presión al alza sobre el valor de los activos financieros e inmobiliarios. Así, por ejemplo, parte de las importantes revalorizaciones de las bolsas y la renta fija podría ser fruto de estas políticas. En este sentido, los hogares con más activos serían los más beneficiados. Sin embargo, la evidencia empírica no permite determinar de forma concluyente qué parte de la revalorización de los activos es atribuible a la política monetaria ultralaxa y qué parte constituye una revalorización duradera.⁽¹⁾

Efecto de una reducción del tipo de interés de 1 p. p. sobre la carga financiera de los hogares con deuda en función de los ingresos (*)

	España	Francia	Italia	Eurozona ^(**)
Ingresos < 20%	-3,7	-2,1	-1,4	-3,5
Ingresos 20%-40%	-2,4	-1,0	-1,4	-2,0
Ingresos 40%-60%	-2,2	-1,2	-1,1	-1,7
Ingresos 60%-80%	-2,3	-1,2	-1,1	-1,6
Ingresos 80%-90%	-1,8	-1,2	-0,9	-1,4
Ingresos 90%-100%	-1,5	-0,9	-0,7	-1,0
Total hogares con deuda	-2,1	-1,3	-1,2	-1,7

Notas: (*) Los hogares se clasifican en función de sus ingresos. Por ejemplo, «Ingresos < 20%» corresponde al 20% de los hogares con un nivel de ingresos más bajo. «Ingresos 20%-40%», corresponde al siguiente 20% de hogares, etc.

(**) Bélgica, Chipre, España, Francia, Grecia, Italia, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Eslovenia y Eslovaquia.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta sobre las Finanzas y el Consumo de los Hogares Europeos (2012).

(1) Véase «QE and ultra-low interest rates: distributional effects and risks», McKinsey Global Institute Discussion Paper, noviembre 2013.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,2	-1,7	-2,6	-2,0	-0,8	-0,2	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,3	-2,4	-3,1	-2,3	-0,7	-0,6	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,3	-26,2	-23,7	-20,9	-16,0	-14,5	-15,4
Sentimiento económico	101,8	90,4	86,8	90,1	89,8	94,9	97,7	98,5
PMI manufacturas	52,2	46,2	45,9	47,5	47,9	50,9	51,3	...
PMI servicios	52,6	47,6	46,9	47,6	47,5	50,9	51,6	...
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	12,2	12,1	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,4	5,4	5,3	5,3	5,2	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,3	10,6	10,8	10,8	11,0	10,9	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	11,3	11,8	12,1	12,3	12,5	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,1	26,1	26,4	26,5	26,6	26,7	...

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	2,3	...
Alemania	6,2	7,0	7,0	6,9	7,0	7,0	6,9	6,9	...
Francia	-1,8	-2,2	-2,2	-2,1	-1,8	-1,8	-1,7	-1,7	...
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	0,7	...
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	10/13
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ⁽¹⁾	2,0	-0,3	-1,5	-1,4	-2,2	-2,8	-2,9	-2,8	-2,9
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	2,7	1,2	0,7	0,4	0,3	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	7,4	7,2
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	1,9	1,0	0,1	0,2	0,4	0,1	-1,2
Instrumentos negociables	-5,5	0,5	-3,2	-9,7	-15,5	-17,7	-16,4	-17,6	-17,9
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.

COYUNTURA · Recuperación con el impulso de la demanda interna

Finaliza la recesión y mejoran las perspectivas de crecimiento. El PIB en 3T 2013 aumentó un 0,1% intertrimestral, la primera tasa de crecimiento positiva de los últimos dos años. Este cambio de tendencia está siendo acompañado por una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento tanto de los principales organismos internacionales como del consenso de analistas. La OCDE, por ejemplo, ha mejorado sensiblemente las previsiones de crecimiento del PIB y ha reducido notablemente la tasa de paro prevista tanto para este año como, sobre todo, para 2014. La revisión de las previsiones del consenso de analistas que se ha producido durante los últimos meses también ha sido destacable. Concretamente, la previsión de crecimiento del PIB para 2014 ha aumentado 3 décimas en los últimos tres meses, hasta el 0,5%.

La demanda interna se suma a la recuperación. La economía española inició el camino hacia la recuperación con el sector exterior como único aliado. No obstante, la demanda interna finalmente tuvo una contribución al crecimiento intertrimestral positiva en 3T 2013 (+0,3%), aunque en términos interanuales todavía se encuentra en terreno negativo. Además, este cambio vino acompañado por un avance nada despreciable del consumo de los hogares (+0,4% en términos intertrimestrales). Aunque son buenas noticias, este cambio de tendencia debe tomarse con la máxima cautela. La recuperación del consumo de los hogares seguirá limitada por el proceso de desapalancamiento y los avances que se puedan lograr en el mercado laboral, por lo que es muy difícil que se puedan mantener estos registros en los próximos trimestres. Probablemente, este repunte sea fruto del cambio de percepción que se está produciendo en las perspectivas de crecimiento a corto y medio plazo. Esto está permitiendo que se empiecen a tomar decisiones de consumo que hasta la fecha se habían pospuesto por la elevada incertidumbre que rodeaba el escenario macroeconómico.

La inversión va ganando pulso. Aunque suele presentar registros más volátiles que el consumo, la tasa de crecimiento positiva de la inversión en 3T también es destacable (0,2%). De hecho, sorprende la evolución de la inversión en bienes de equipo (0,8% en 3T 2013), que ya hace tres trimestres que presenta tasas de crecimiento intertrimestrales positivas. Además, el ritmo de avance no ha sido nada despreciable: en promedio, la tasa de crecimiento intertrimestral ha sido del 1,8%. Esto es una muestra de que, como mínimo a nivel empresarial, la confianza en la capacidad de recuperación de la actividad ha mejorado notablemente. Además, todo apunta a que esta tendencia se mantendrá en los próximos trimestres. Una buena muestra de ello es la evolución reciente de los índices PMI, que tanto en manufacturas como servicios mantienen una tendencia claramente positiva y se mantienen en niveles cercanos a los 50 puntos, cifra a partir de la cual se suelen registrar tasas de crecimiento positivas.

Previsiones de la OCDE

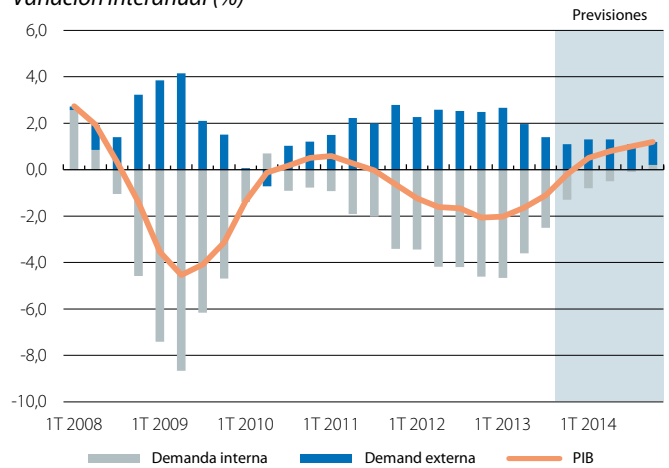
	Actual		Anterior	
	2013	2014	2013	2014
PIB (% var. anual)	-1,3	0,5	-1,7	0,4
Tasa de paro (% población activa)	26,4	26,3	27,3	28
Saldo público (% PIB)	-6,7	-6,1	-6,9	-6,4

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

Previsiones

Contribución de la demanda interna y externa al crecimiento del PIB

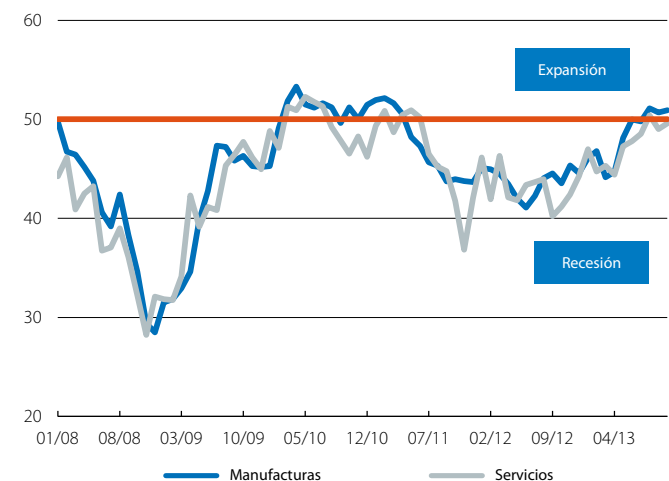
Variación interanual (%)



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

PMI manufacturas y servicios

(Índice)



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

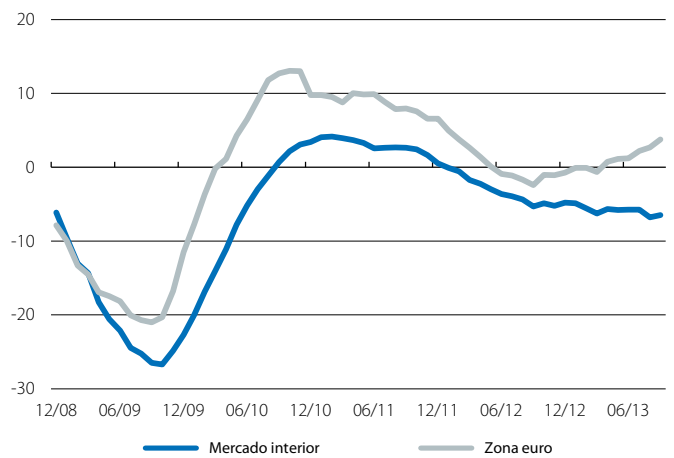
La buena evolución de los pedidos industriales permite ser relativamente optimista. Hay dos hechos destacables: (i) la demanda interna frena su caída y (ii) el mercado de la eurozona mejora. El primero reafirma el mensaje de que la caída de la demanda interna parece que ha tocado fondo y podría empezar a sumar. La tendencia negativa de los pedidos de la eurozona se rompió en 1T 2013 y desde entonces ha aumentado de forma considerable. Por ejemplo, este septiembre la variación interanual era del 3,8% (media móvil de 3 meses), comparada con el 2,7% de agosto.

Freno de las exportaciones. El sector exportador continúa siendo el motor de la recuperación pero, como ya se ha señalado anteriormente, su contribución al crecimiento disminuyó notablemente en 3T. En la primera mitad del año las exportaciones de bienes crecieron un 8,0% interanual en términos nominales, mientras que este 3T han crecido un 4,4%. Nótese que este menor ritmo de avance se ha producido a pesar de la mejora de las exportaciones a la Unión Europea. Uno de los principales responsables de este menor aumento ha sido EE. UU. En la primera mitad del año las importaciones americanas de bienes españoles crecieron un 5,4%, mientras que en 3T 2013 cayeron un 12,0%. Una de las incógnitas que se abre es si este 3T ha sido especial o si el potencial de crecimiento de las exportaciones españolas es inferior al previsto. Otro cambio de tendencia que merece un comentario es el de las importaciones. En este caso, la tendencia es la inversa: han dejado de caer tanto como en 1T. En particular, en 3T 2013 disminuyeron un 0,6%, mientras que en la primera mitad del año descendieron un 3,2%. Una parte de la mejora se debe a factores temporales, como el aumento de las ventas de automóviles, que han sido impulsadas por el plan PIVE. No obstante, el aumento de las importaciones también obedece al repunte de la demanda interna. En cualquier caso, la tendencia reciente mostrada por las exportaciones y las importaciones nos ha obligado a revisar ligeramente a la baja la previsión de superávit por cuenta corriente de fin de 2013, del 1,8% del PIB al 1,4%.

El sector exterior arrastra el mercado laboral. El sector exterior también ha sido una de las claves de la recuperación de la ocupación. Por ejemplo, las industrias con un porcentaje mayor de ventas al exterior han sido las que han generado más ocupación este 3T (véase Focus «La internacionalización: una oportunidad para el empleo»). Asimismo, observamos un aumento de 54.927 afiliados a la Seguridad Social en octubre (respecto a septiembre), a pesar de la pérdida de afiliados que ha registrado el sector turístico. Esta merma es normal, dado el fin de la temporada turística, y es similar a la que se produce cada año. No obstante, el hecho remarcable es el cambio de tendencia en el sector no turístico, que en el mes de octubre no es muy habitual que registre una tasa de variación del número de afiliados positiva. De todas formas, tenemos que interpretar estos datos con cautela, ya que una parte destacable de este aumento se debe a un crecimiento puntual en el sector de la educación por el inicio del curso escolar.

Nuevos pedidos industriales: mercado interior y eurozona

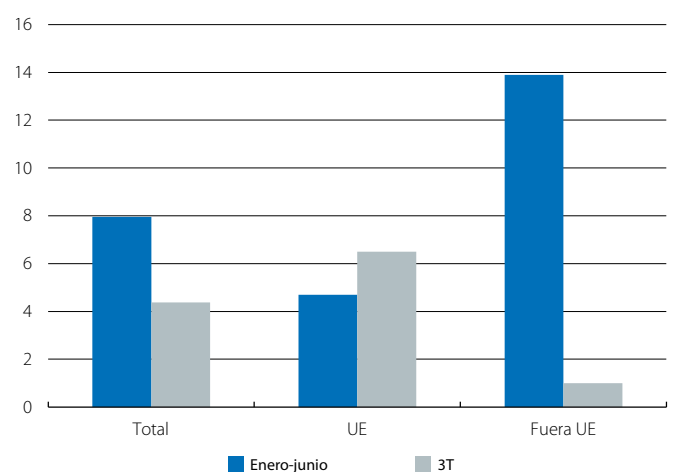
Variación interanual, promedio 3 meses (%)



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

Exportaciones de bienes por destino

Variación interanual (%) (*)

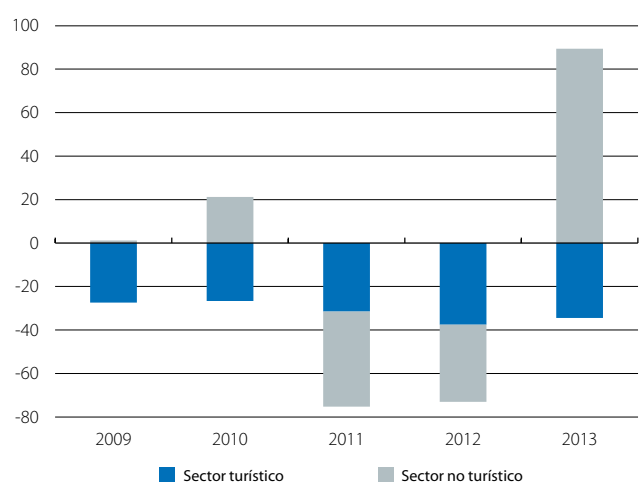


Nota: (*) Datos nominales.

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

Evolución del empleo

Variación intermensual en octubre (miles de afiliados)



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

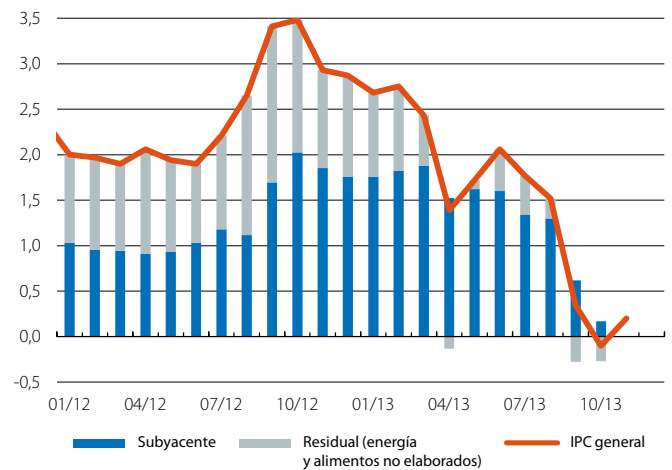
Se aleja el fantasma de la deflación. La tasa de inflación aumentó 3 décimas en noviembre y se situó en el 0,2%, apartando así los miedos a la deflación. El sorprendente crecimiento negativo de la inflación de octubre (-0,1%) abrió un debate sobre una posible espiral deflacionista que podría afectar la incipiente recuperación de la economía española. No obstante, como ya avanzamos el mes pasado, la probabilidad de que este escenario se acabe materializando es, hoy por hoy, pequeña. El fuerte descenso que se ha producido en la tasa de inflación durante los últimos meses responde, en gran medida, a factores temporales, como la bajada del precio de los productos energéticos. De todas formas, cabe remarcar que no creemos que la inflación alcance rápidamente tasas cercanas al 2%. La recuperación de la demanda interna será muy gradual, por lo que la presión sobre los precios continuará siendo muy tibia. Además, los importantes esfuerzos que está desempeñando la economía española para seguir ganando competitividad-precio también darán margen a la inflación para que se mantenga en cotas anormalmente bajas.

El sector bancario entra en la fase final del programa con la troika. La tasa de morosidad de los bancos españoles sufrió un aumento importante este septiembre: del 12,1% en agosto subió hasta el 12,7% en septiembre. Este aumento se produjo fundamentalmente por (i) la disminución del crédito (lo que subió de esta forma la ratio) y (ii) la reclasificación de algunos préstamos para satisfacer los nuevos criterios fijados por el Banco de España. Este segundo aspecto es el más importante y, dado que es una reclasificación puntual, no afectará a la futura evolución de la tasa, por lo que es de prever que el ritmo de aumento se reduzca considerablemente en los próximos meses. Asimismo, en la encuesta del Banco de España a la banca se aprecia una mejora en las expectativas de concesión de crédito para 4T. También este mes el FMI ha publicado el informe en el que valora los progresos del sector bancario. La valoración global es positiva, pero el FMI recuerda lo crítico que es tener un sistema bien capitalizado para maximizar la capacidad crediticia de las entidades financieras. Finalmente, el FMI pone deberes a la Unión Europea en su conjunto. Remarca, de nuevo, la necesidad de alcanzar una Unión Bancaria que permita reducir la fragmentación de los mercados (entre países periféricos y del núcleo) que se produjo a raíz de la crisis de deuda soberana y que todavía persiste.

La desviación respecto al objetivo de déficit podría ser pequeña. El déficit del Estado presentaba en octubre unos registros ligeramente peores que en el mismo mes del año pasado. Tampoco las CC. AA. están ajustando el déficit respecto a los registros del pasado año, aunque tampoco los han empeorado. En ambos casos, por tanto, es probable que se cierre el año con una ligera desviación respecto al objetivo que se había fijado. De todas formas, tanto la Seguridad Social como las corporaciones locales presentan una evolución mejor de la prevista, lo que permitirá que la desviación del déficit del conjunto de las administraciones públicas respecto al objetivo fijado sea menor.

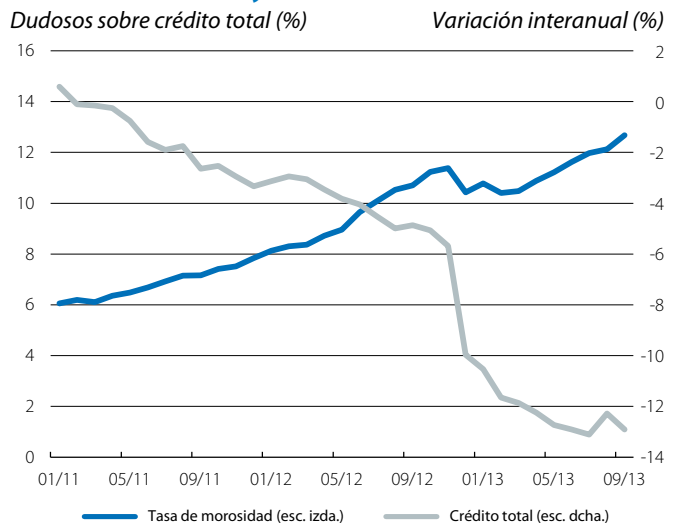
IPC

Variación interanual (%)



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

Tasa de morosidad y crédito bancario



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

Descomposición del saldo público por administraciones

	Diciembre 2012	Objetivo 2013	3T 2012 ^(*)	3T 2013 ^(**)
Estado	-4,3	-3,8	-3,3	-3,6
CC. AA.	-1,8	-1,3	-1	-1
S. S.	-1	-1,4	-0,16	-0,32
CC. LL.	0,2	0,0	0,22	0,2
Saldo AA. PP.^(**)	-6,9	-6,5	-4,2	-4,8

Nota: (*) Datos: Estado - octubre; CC. AA. y S. S. - septiembre; CC. LL. - junio. (**) No incluye las pérdidas por las ayudas a la banca.

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

FOCUS · La internacionalización: una oportunidad para el empleo

El sector exportador ha sido clave para amortiguar la caída de la demanda interna. Su contribución al crecimiento del PIB ha sido, en promedio, del 1,8% entre 1T 2010 y 2T 2013, y todo apunta a que jugará un papel determinante a la hora de impulsar la recuperación de la actividad en los próximos trimestres. Sin embargo, existen dudas sobre la magnitud del efecto positivo que pueda tener en el mercado laboral.

El análisis de la evolución del empleo por sectores en función de su intensidad exportadora nos da una primera pista. Como se puede observar en el primer gráfico, en los sectores en los que el porcentaje de ventas al exterior es superior al 25%, la tasa de variación interanual de la ocupación es, en promedio, positiva. En los sectores con un peso de las ventas al exterior inferior, en cambio, en promedio todavía se destruyen puestos de trabajo.

Los datos, por tanto, son relativamente alentadores. Cabe señalar que solo se analiza una parte del mercado laboral, algunos de los sectores industriales y de servicios, pero estos concentran un 43% del total de ocupados. Es más, los sectores con un porcentaje de ventas al exterior superior al 25% aglutinan un 20% de los ocupados.

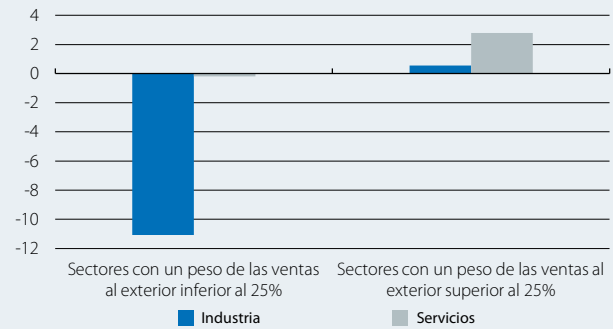
Con el fin de intentar hilar un poco más fino en lo que respecta a la capacidad de generar empleo de los sectores más expuestos al mercado exterior, analizamos si estos son en general menos intensivos en trabajo que los sectores más orientados al mercado doméstico. Si este fuera el caso, se podría inferir que serían capaces de generar menos empleo que los sectores con un enfoque más doméstico. Como se puede apreciar en el segundo gráfico, este no es el caso, puesto que no se observa una relación sistemática entre la intensidad del factor trabajo de cada sector y su grado de apertura al exterior.

Una última pista se obtiene al estimar la elasticidad del crecimiento de la ocupación con respecto al crecimiento del valor añadido bruto: esta no es significativamente superior en los sectores más orientados al mercado doméstico.⁽¹⁾ En definitiva, no parece que una mayor internacionalización de la economía española haya de suponer un freno para la recuperación de la ocupación. Más bien todo lo contrario.

(1) Concretamente, la regresión que se estima es $y_{it} = a + b_1 x_{it} + b_2 d_i + b_3 x_{it} * d_i + e_{it}$, donde x_{it} es el crecimiento anual del valor añadido bruto en términos reales del sector i en el periodo t , y_{it} es la variación anual de la ocupación en el sector i en el periodo t , y d_i es una variable dicotómica igual a 1 para aquellos sectores con un peso de las ventas al exterior superiores al 25% del total de ventas. En la regresión también se incluyen variables ficticias de tiempo. Para determinar la robustez del resultado, la regresión se estima para distintos límites del peso de las ventas al exterior, y se excluye de la misma a los sectores relacionados con el turismo. En ninguno de los casos la elasticidad de la ocupación al crecimiento del VAB es superior en los sectores más domésticos.

Ocupados por sectores en función del peso de las ventas al exterior

Variación interanual de la ocupación, promedio por sectores en 3T 2013 (%)

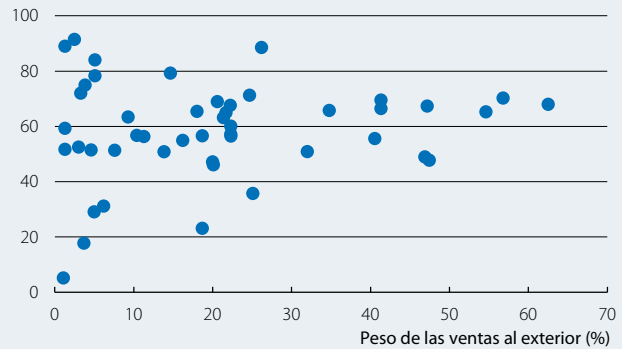


Nota: Sectores B, C, D, E, H, I, J, L, M, N, R y S del CNAE-2009.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta Industrial de Empresas, Encuesta Anual de Servicios y Encuesta Población Activa (INE).

Sectores en función de la intensidad del factor trabajo y del peso de las ventas al exterior

Remuneración de los asalariados/VAB (%) Promedio 2000-2009

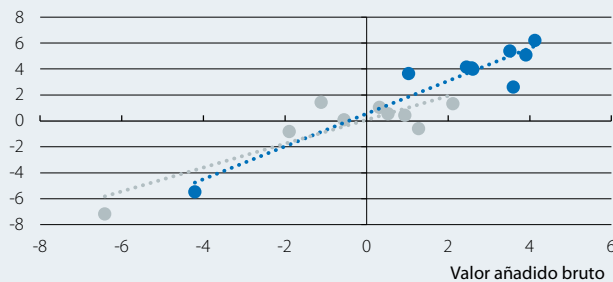


Nota: Sectores B, C, D, E, H, I, J, L, M, N, R y S del CNAE-2009.

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

Crecimiento del empleo y del valor añadido bruto según el peso de las ventas al exterior

Variación anual desde 2001 hasta 2009 (%). Empleo



● de ventas al exterior inferior al 25% (*) ● de ventas al exterior superior al 25% (**)

Notas: (*) Promedio ponderado de los sectores que venden menos del 25% al exterior.

(**) Promedio ponderado de los sectores que venden más del 25% al exterior.

Sectores B, C, D, E, H, I, J, L, M, N, R y S del CNAE-2009.

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

FOCUS · El valor añadido de las exportaciones

Las exportaciones han sido una de las claves de la incipiente recuperación de la economía española. Pero, ¿estamos midiendo las exportaciones correctamente?

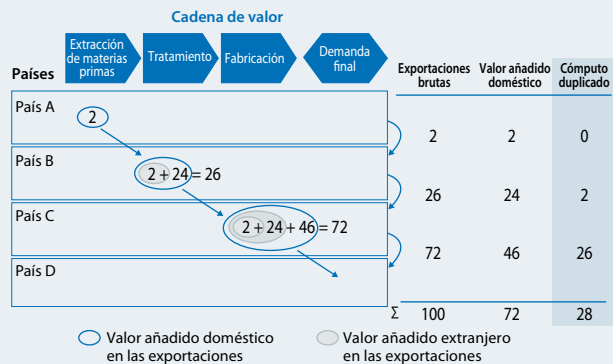
¿Cuál es el problema? Supongamos que es necesario completar tres procesos antes de vender el producto: obtener recursos primarios, procesarlos y fabricar el producto final. Supongamos, por ejemplo, que existen cuatro países: A, B y C producen cada una de estas actividades y el país D consume el producto final. El país A obtiene los materiales y los vende al país B por 2 euros. El país B procesa los materiales y los vende al país C por 26 euros. El país C termina la producción y vende el producto al país D por 72 y este lo consume. En este ejemplo, las exportaciones del país C son 72 pero el valor añadido es solo 46 (72 de la venta menos 26 que añadieron los países A y B). Por lo tanto, necesitamos utilizar el valor añadido de las exportaciones para conocer mejor la importancia del sector exterior en la economía.

El último World Investment Report de la UNCTAD calcula, para 2010, el peso del valor añadido doméstico en las exportaciones de cada país. En el ejemplo anterior, el porcentaje para el país C sería 63,9% (= 46/72). ¿Cómo lo hace España respecto a los principales exportadores del mundo? El peso del valor añadido doméstico en las exportaciones españolas es del 72%. Es decir, de cada 100 euros que España vende al exterior, 72 son utilizando trabajo y capital español y 28 son utilizando factores extranjeros.

España está bien situada respecto a otros exportadores de la Unión Europea. El valor añadido doméstico de las exportaciones alemanas es solo del 63%, en Francia representa el 69%; en Italia, el 73%. Si comparamos con EE. UU. (89%), España lo está haciendo peor; por lo tanto, tiene margen de mejora. En países exportadores de recursos primarios, el número es muy alto por definición (el país A del ejemplo tiene un porcentaje del 100%). Esto explica el 86% de Arabia Saudí.

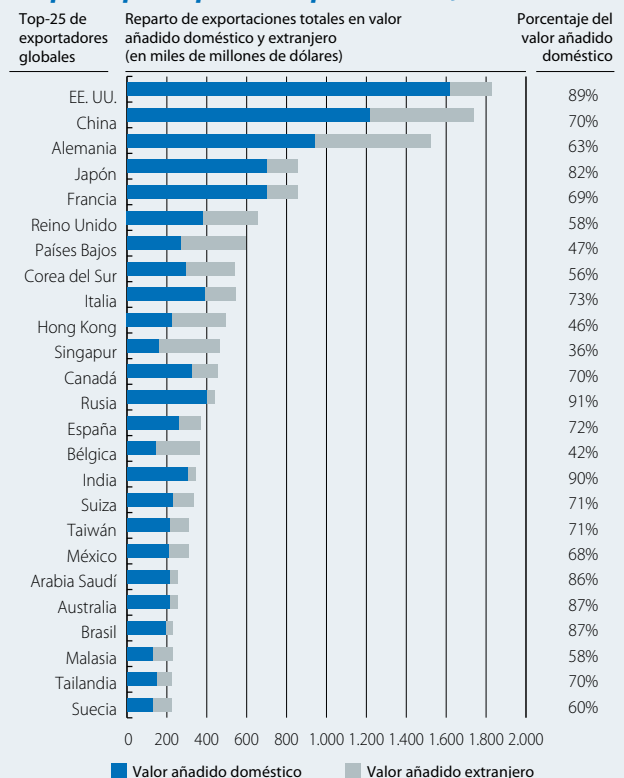
El *ranking* es importante pero queremos ver si podemos traducir el buen comportamiento de las exportaciones españolas en aumentos también de valor añadido. Los datos de la OCDE nos permiten hacer una primera aproximación entre 2000 y 2009 (última fecha disponible). Nótese que las exportaciones españolas de bienes y servicios crecieron menos que las alemanas. No obstante, el valor añadido doméstico de las exportaciones españolas creció más que en todos los países seleccionados (también Alemania). Por lo tanto, podemos concluir de este estudio que la salud del sector exterior es incluso mejor que la que observamos con los datos de exportaciones.

Valor añadido del comercio: cómo funciona



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

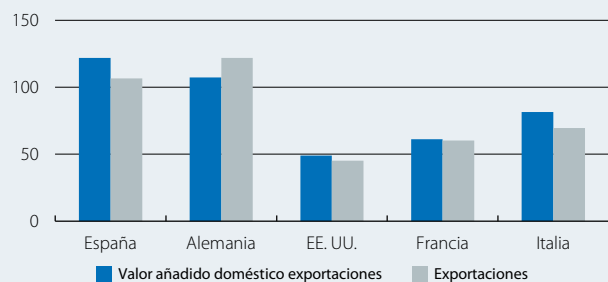
Porcentaje de valor añadido doméstico en los principales países exportadores, 2010



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de UNCTAD-Eora GVC Database.

Valor añadido de las exportaciones y exportaciones de bienes y servicios (*)

Variación 2000-2009, 2000 = 100 (%)



Nota: (*) Datos nominales.

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

FOCUS · El sector del alquiler español gana peso

El sector del alquiler tiene un peso relativamente reducido en España. En 2012, el 20,8% de los hogares españoles residía en una vivienda en régimen de alquiler, un nivel significativamente inferior al 33,0% del conjunto de la eurozona. De hecho, la distancia respecto al porcentaje de hogares arrendatarios alemanes (46,7%) y franceses (36,3%) es incluso mayor. La literatura económica indica que un mayor dinamismo del sector del alquiler podría ser beneficioso para la economía: aumentaría la movilidad geográfica de los trabajadores y reduciría la concentración excesiva de recursos en el sector de la construcción.

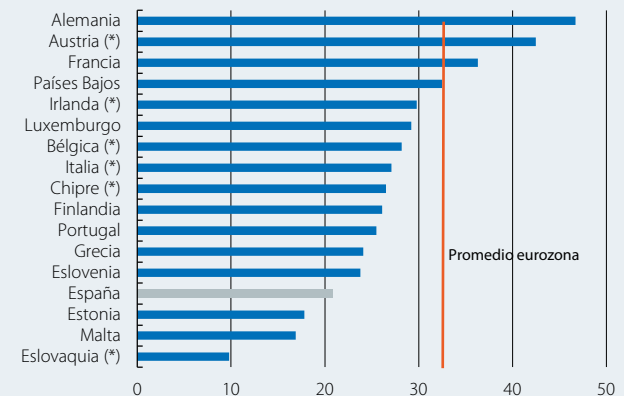
Los factores que influyen en la decisión de los hogares de comprar o alquilar una vivienda pueden ser de índole muy distinta. En España, el sesgo cultural a favor de la propiedad de la vivienda, junto con las facilidades de crédito hipotecario en los años previos a la recesión, situó la ratio de hogares propietarios de una vivienda por encima del 80% en 2007. Existen otros factores que también contribuyeron a alcanzar esta ratio: la política fiscal incentivaba claramente la adquisición de viviendas y, simultáneamente, la limitada eficiencia del sistema judicial reducía la oferta de viviendas en alquiler (véase tabla). En este sentido, el censo de 2011 mostraba que un elevado porcentaje del parque de viviendas permanecía vacío (13,7% en España frente al 4,4% registrado en Alemania).

Sin embargo, los datos de los últimos años muestran que el porcentaje de hogares en posesión de una vivienda se ha reducido ligeramente, del 80,5% en 2005 al 79,2% en 2012. Se trata de una caída moderada (en Irlanda, la disminución ha sido de ocho puntos porcentuales en el mismo periodo). Entre la población más joven, sin embargo, el descenso ha sido importante: se ha pasado del 58,1% de 2007 al 47,7% en 2012. Para el conjunto de la población, un análisis de los flujos de los hogares nuevos muestra cambios más profundos en el régimen de tenencia de sus viviendas. Entre 2010 y 2012, el aumento de los hogares con una vivienda en propiedad representó el 56,7% del total de hogares creados, una cifra significativamente inferior al 81,1% que se registró entre 2006 y 2008.

Por lo tanto, los datos indican cierta ganancia del peso relativo por parte del sector del alquiler español en los últimos años. Es cierto que parte de este aumento podría ser corregido parcialmente a medida que mejoren las condiciones económicas y financieras de los hogares. Sin embargo, esperamos que las reformas adoptadas por el Gobierno español en los últimos años — como la eliminación de la desgravación fiscal por la compra de primera residencia y las nuevas leyes en materia de alquiler que flexibilizan el sector y dan mayor protección jurídica al arrendador — ayuden a mantener la tendencia observada.

Hogares en régimen de alquiler

Respecto al total de hogares (%)



Nota: (*) Datos de 2011.

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

Índices de eficiencia del sistema judicial (*)

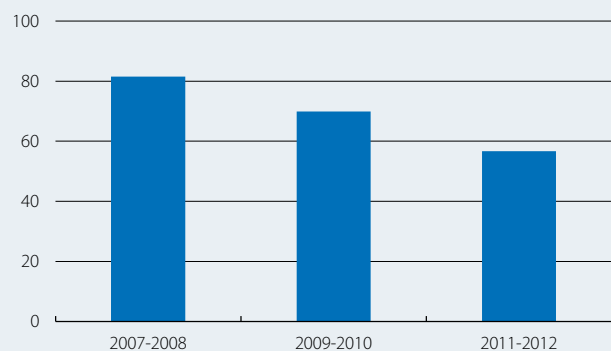
	Ranking	Número de procedimientos	Duración de los procesos (días)	Coste (% cantidad demandada)
Alemania	5	30	394	14,4
Austria	7	25	397	18
Francia	8	29	390	17,4
Finlandia	9	33	375	13,3
Bélgica	18	26	505	17,7
Portugal	22	32	547	13
Países Bajos	32	26	514	23,9
Irlanda	63	21	650	26,9
España	64	40	510	17,2
Grecia	87	39	819	14,4
Italia	160	41	1.210	29,9

Nota: (*) Calculado como el tiempo, el coste y el número de procedimientos necesarios desde que un abogado interpone una demanda por impago hasta que se produce el pago.

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

Nuevos hogares propietarios de una vivienda (*)

Respecto a los nuevos hogares creados (%)



Nota: (*) Calculado como el incremento de hogares propietarios de la vivienda dividido por el aumento de hogares españoles.

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

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13
Industria								
Consumo de electricidad	-0,9	-2,2	-2,5	-3,4	-1,5	-2,0	-1,2	...
Índice de producción industrial	-1,3	-6,0	-5,7	-4,2	-1,7	-0,6	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-12,5	-17,5	-17,9	-15,9	-15,4	-12,8	-14,2	-11,7
PMI de manufacturas (valor)	47,3	43,8	44,5	45,7	47,6	50,5	50,9	...
Construcción								
Visados de obra nueva	-13,5	-42,7	-43,5	-28,0	-27,2	-23,6	...	...
Compraventa de viviendas	-18,1	-8,7	3,5	7,9	0,6	-9,7	...	...
Servicios								
Turistas extranjeros	6,1	2,0	-1,2	1,8	5,3	4,9	6,9	...
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	42,6	45,7	46,5	49,3	49,6	...
Consumo								
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,2	-10,2	-8,5	-5,0	-1,8	-0,8	...
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-21,6	-11,1	2,5	8,3	34,4	...
Indicador de confianza de los consumidores	-17,1	-31,7	-37,8	-32,6	-28,7	-20,5	-20,7	-20,5

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	10/13
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	-2,9
Construcción	-12,2	-17,0	-16,8	-15,8	-13,8	-11,6	-10,8	-10,1	-9,0
Servicios	0,2	-1,7	-2,6	-3,0	-2,5	-2,4	-2,1	-1,9	-1,4
Situación profesional									
Asalariados	-1,4	-3,8	-4,7	-5,1	-4,4	-4,2	-4,0	-3,6	-2,7
No asalariados	-1,2	-1,4	-1,6	-1,4	-1,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,0
TOTAL	-1,3	-3,4	-4,1	-4,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0	-2,2
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	-8,6
Temporales	1,2	-4,0	-3,3	-2,4	6,0	8,8	1,2	11,1	12,8
TOTAL	0,3	-3,9	-1,5	-0,8	5,6	8,6	1,2	11,0	10,9
Paro registrado⁽³⁾									
Menores de 25 años	0,6	4,5	0,5	-4,3	-6,1	-5,6	-6,9	-6,8	-7,4
Resto de edades	5,4	11,7	11,7	8,4	5,2	3,3	2,5	1,2	0,3
TOTAL	4,8	10,9	10,5	7,1	4,0	2,4	1,6	0,4	-0,5

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	3T 2013	10/13	11/13
General	3,2	2,4	3,1	2,6	1,7	1,2	-0,1	0,2
Subyacente	1,7	1,6	2,3	2,2	1,9	1,3	0,2	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	3,3	3,3	4,3	6,0	0,9	...
Productos energéticos	15,8	8,8	8,8	4,8	-1,1	-2,1	-2,7	...

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	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	15,4	3,8	4,2	3,9	11,9	1,3	3,8	8,3
Importaciones (variación interanual)	9,6	-2,8	-6,4	-6,9	0,6	-3,0	-3,6	4,7
Saldo corriente	-39,8	-11,5	-11,5	-2,4	3,9	4,7	6,4	7,1
Bienes	-42,3	-25,7	-25,7	-19,1	-12,7	-11,7	-10,3	-10,2
Servicios	34,6	37,0	37,0	37,6	37,9	38,2	38,2	38,6
Rentas	-25,7	-18,7	-18,7	-17,2	-16,4	-16,3	-16,0	-16,2
Transferencias	-6,4	-4,1	-4,1	-3,7	-4,9	-5,5	-5,5	-5,1
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-34,3	-4,9	-4,9	4,9	12,0	13,2	14,9	15,0

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

Sector público

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

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13	10/13
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-9,6	-10,6	-10,6	-0,6	-3,1	-	-	...	-
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-8,0	-8,0	-1,1	-3,4	-3,	-3,9	-3,8	-3,9
Comunidades autónomas	-3,4	-1,8	-1,8	-0,1	-0,8	-0,7	-0,8	-1,0	...
Corporaciones locales	-0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	-	-	...	-
Seguridad Social	-0,1	-1,0	-1,0	0,2	0,8	0,1	-0,2	-0,3	...
Deuda pública (% PIB)	70,5	86,0	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	4T 2012	1T 2013	2T 2013	07/13	08/13	09/13	Saldo 09/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros ⁽²⁾									
Sector privado	-1,9	-4,0	-5,8	-8,1	-8,7	-8,5	-8,3	-8,6	1.878,3
Empresas no financieras	-1,9	-4,2	-6,9	-10,6	-11,4	-11,1	-10,7	-11,0	1.080,3
Hogares ⁽³⁾	-2,0	-3,8	-4,1	-4,4	-4,8	-4,9	-4,9	-5,1	798,0
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	16,0	14,9	17,1	18,7	18,4	17,8	17,9	16,7	954,9
TOTAL	1,9	0,6	0,0	-1,0	-1,3	-1,2	-1,0	-1,4	2.833,2
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias									
Total depósitos	0,3	-4,5	-2,7	-0,1	1,8	4,3	5,4	4,3	1.186,2
A la vista	1,9	0,2	-1,9	0,9	3,2	3,4	5,0	5,4	275,7
De ahorro	-1,4	-2,8	0,2	-0,6	-1,1	-0,4	-0,1	-0,1	200,1
A plazo	0,6	-6,7	-4,4	-0,9	1,6	5,7	6,7	4,8	689,6
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	20,1	20,5	22,7	23,4	27,2	21,6	20,8
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-4,4	-13,2	-18,3	-20,2	-19,2	-19,7	-9,8	-16,5	128,7
TOTAL	-0,4	-5,7	-4,8	-2,8	-0,9	1,5	3,7	1,9	1.314,9
Tasa de morosidad (%) ⁽⁶⁾	7,8	10,4	10,4	10,5	11,6	12,0	12,1	12,7	-
Tasa de cobertura (%) ⁽⁶⁾	59,6	73,8	73,8	70,4	65,8	66,4	65,9	63,9	-

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

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

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

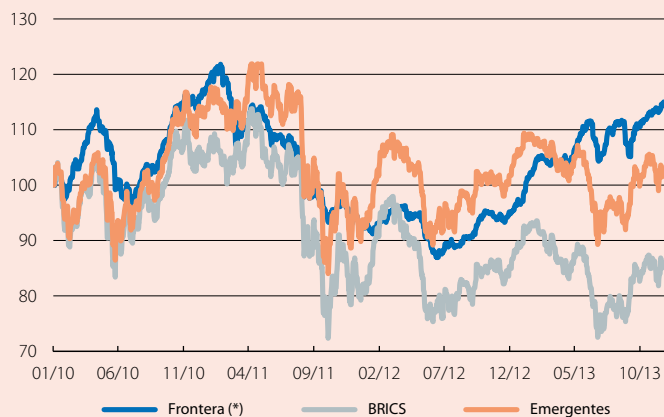
PERSPECTIVAS 2014

Flujos de capitales, desequilibrios, reformas: el trinomio emergente

Después de varios años de convulsiones muy intensas, parece que de cara a 2014 finalmente disminuyen algo las amenazas sobre la estabilidad financiera y macroeconómica internacional. Pero todavía son importantes, tanto por la enjundia de los focos potenciales de tensión como por la sospecha persistente sobre ciertos «eslabones débiles» que podrían sucumbir con facilidad. Entre los primeros destaca el giro hacia la normalización que, más pronto que tarde, iniciará la Reserva Federal (Fed). Cuando el pasado mes de mayo Ben Bernanke apuntó por primera vez en esa dirección, las turbulencias sobre los mercados financieros fueron amplias y profundas. De manera inesperada, los países emergentes recibieron un duro castigo en forma de salidas de capitales, depreciación de las divisas y aumento de las primas de riesgo. ¿Puede tener lugar un episodio similar en 2014? Afortunadamente, las condiciones están evolucionando en sentido tranquilizador. Por un lado, el factor sorpresa no debería incidir, máxime si la Fed consigue comunicar con acierto sus intenciones y estas son graduales, como parece oportuno. Por otro, buena parte de los países emergentes están poniendo de su parte para mejorar la percepción de solidez entre los inversores internacionales. Esto hace pensar que no todos sufrirán por igual el giro monetario. Los flujos de capitales presumiblemente discriminarán entre países según los desequilibrios macroeconómicos y el esfuerzo destinado a corregirlos. Conviene, por lo tanto, repasar las dinámicas en los casos más representativos.

Recuperación sin sobresaltos de las bolsas emergentes desde finales de agosto

(Índices MSCI, retorno en dólares) (1 de enero de 2010 = 100)



Nota: (*) Incluye países como Bulgaria, el Líbano, Nigeria, Pakistán y Vietnam.

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

Los desequilibrios internos se pueden englobar en dos grandes apartados: burbujas de activos y endeudamiento excesivo. Así, por ejemplo, inquieta el encarecimiento de las viviendas en Pekín y las grandes ciudades costeras de China, así como en São Paulo y Río de Janeiro en Brasil. Respecto al aumento de la deuda, hay ejemplos tanto en el ámbito público como privado. India es paradigma de déficits fiscales recurrentes, de modo que acumula un nivel preocupante de deuda pública y soporta una factura muy elevada en pago por intereses. El rápido deterioro del saldo fiscal en Sudáfrica también es preocupante. Por otra parte, China es el país donde más ha aumentado el endeudamiento privado, pero también ha sido notable en Brasil, Turquía, Polonia y Rusia. En definitiva, un paisaje de los emergentes salpicado de borrones, que afloraron con crudeza tras los mensajes de la Fed antes mencionados.

Sin embargo, el factor diferencial para 2014 es que muchas de las economías emergentes han emprendido procesos reformistas que serán muy importantes para corregir estos desequilibrios externos e internos. La lista es larga. Sin duda, las noticias que llegan desde China después de la Tercera Sesión Plenaria del Partido Comunista, bajo el nuevo liderazgo de Xi Jinping, ocupan un lugar destacado. Aunque todavía se desconocen los detalles, la orientación estratégica consiste en otorgar un papel más decisivo a las fuerzas del mercado. Entre las principales líneas de actuación están una mayor apertura a la inversión extranjera, aumentar la relevancia del sector privado empresarial, modernizar y liberalizar el sector financiero (que comportará una mayor flexibilidad en el régimen cambiario), y las reformas administrativa, fiscal y rural-urbana. Un plan ambicioso que, de cumplirse, propiciará avances significativos y sostenibles a medio plazo. A corto plazo, el considerable margen de maniobra del Ejecutivo chino para adoptar medidas expansivas (de tipo monetario o fiscal) invita a ser optimistas con las perspectivas de crecimiento del país.

Desde 2008, la política monetaria de los principales bancos centrales occidentales ha sido extraordinariamente expansiva. Ello, junto con la situación de dificultades de la eurozona, provocó una enorme afluencia de capitales hacia las economías emergentes. Una rentabilidad superior de las inversiones en dichos países, y un cuadro de vulnerabilidades mucho más saneado que a finales de los noventa, los convirtió en destino predilecto entre la comunidad financiera internacional, con el consiguiente riesgo de «efecto boomerang» propio de los flujos de cartera de tinte más especulativo. La superabundancia de liquidez impulsó el crecimiento del crédito en numerosas economías emergentes, originando o acentuando desequilibrios externos e internos por doquier. Entre los primeros destaca el deterioro de los saldos por cuenta corriente en algunos de los países grandes, en particular los «cinco frágiles» (Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica), cuyas divisas sufrieron con especial severidad la tormenta del pasado verano. Los

México también ocupa un lugar destacado por su ambicioso programa de reformas estructurales, iniciado ya a finales de 2012. Tras aprobar las reformas laboral, educativa, del sector de las telecomunicaciones y financiera, este noviembre llegó el turno de la reforma fiscal, aunque lo cierto es que es un tanto descafeinada. Como contrapunto, cabe esperar una reforma energética de calado, que elimine las actuales limitaciones inversoras en el sector y empuje el crecimiento potencial del país a medio plazo. A corto plazo, y después de una ralentización en la primera mitad de 2013, la economía ganará tracción apoyada por la mejora de EE. UU. (país que absorbe el 80% de sus exportaciones) y unas políticas fiscal y monetaria en clave expansiva.

Por su parte, India es una de las economías que afronta mayores retos: debe potenciar el débil sector manufacturero a fin de corregir el elevado y creciente déficit por cuenta corriente, y necesita llevar a cabo una importante consolidación fiscal sin descuidar la inversión en infraestructuras (imprescindible para aliviar los cuellos de botella que atenazan el crecimiento). Todo ello en un contexto de presiones inflacionistas que no amainan. Ante esta compleja situación, no es de extrañar que su moneda sufriera una brusca depreciación este verano. Además de la magnitud de sus desequilibrios, un factor que juega en contra de India en la carrera por captar inversores es la dificultad de alcanzar coaliciones políticas estables que den continuidad a los planes de reestructuración económica, en especial ante la cercanía de elecciones legislativas el próximo mayo. Con todo, la determinación de las actuaciones recientes de la renovada autoridad monetaria para atajar la inflación, los recortes en los subsidios al precio del diésel y el anuncio de un nuevo impuesto de bienes y servicios son pasos significativos en la dirección correcta. Si tras las elecciones perdura el impulso reformista y el aplomo en las políticas de ajuste, probablemente los inversores internacionales se convenzan de las atractivas perspectivas que presenta la India a medio y a largo plazo.

Brasil también debe afrontar retos significativos: mejorar el entorno empresarial para que el sector privado contribuya más al crecimiento, liberalizar el mercado laboral y generar espacio fiscal para poder aumentar la inversión en infraestructuras logísticas y energéticas. Pero a diferencia de los países hasta ahora mencionados, los esfuerzos reformistas son insuficientes. En parte esto es debido a un efecto engañoso y contraproducente derivado de la inercia que todavía exhibe el fuerte crecimiento del pasado, con la ayuda de una política fiscal expansiva (en el contexto del Mundial de fútbol y ante la cita electoral del próximo año). El riesgo es que el descontento social y la presión electoral sesguen en exceso las políticas públicas hacia planteamientos sociales y proteccionistas, en detrimento de la eficiencia y el crecimiento potencial del largo plazo. Esto podría minar la confianza de los inversores internacionales.

Turquía también fue castigada severamente por los mercados debido a sus elevados desequilibrios macroeconómicos (en especial, la inflación y el déficit por cuenta corriente). Aunque es imprescindible que reduzca su elevada dependencia exterior, no será fácil lograrlo ante una realidad política compleja. A corto plazo, el escenario previsible contempla un progresivo endurecimiento de la política monetaria, restricciones administrativas al crédito y una política fiscal, en cambio, levemente más expansiva. Como resultado de estas acciones, es de esperar una desaceleración de la actividad entre finales de 2013 y mediados de 2014, pero una suave recuperación a partir de ese momento. En cualquier caso, hasta que el reajuste económico esté encarrilado y se atisbe la reactivación, Turquía corre el peligro de ser identificado como uno de los «eslabones débiles» en la arena internacional.

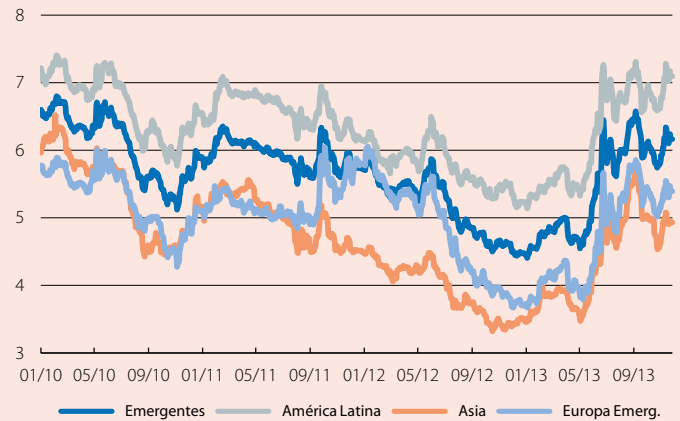
Por último, en Rusia las condiciones son cómodas: el holgado superávit por cuenta corriente y el equilibrio de las finanzas públicas proporcionan un valioso margen de seguridad frente a aumentos de la aversión al riesgo global. Con todo, a medio plazo, la combinación de cierto inmovilismo reformador (especialmente en materia de cambios institucionales) y una de las demografías más adversas entre los emergentes (se prevén disminuciones de la población en edad de trabajar a causa de la baja natalidad) acrecienta el riesgo de una disminución sostenida del crecimiento potencial.

En definitiva, el mapa de desequilibrios y los esfuerzos para su corrección son dispares a lo largo del mundo emergente. En conjunto, el panorama evoluciona de manera razonablemente satisfactoria, de modo que es de esperar que soporte bien un entorno de menor liquidez global. Se cumpliría así el dicho de que la historia raramente se repite (aunque, en ocasiones, rima).

*Clàudia Canals y Avelino Hernández
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"*

Yields de bonos soberanos de países emergentes ya anticipan la menor liquidez

Bonos denominados en dólares, yield (%)



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

2014: año clave para la periferia

La recuperación de la eurozona sigue en marcha. Los países del núcleo ya llevan varios meses creciendo y los países periféricos, un poco más rezagados, empiezan a ganar tracción para salir paulatinamente de la recesión. Algunos de ellos han necesitado ayudas financieras para poder afrontar las reformas necesarias, sanear su sistema bancario y encauzar niveles sostenibles de endeudamiento público. En este contexto, 2014 será un año clave para la periferia europea: Irlanda y Portugal llegan al fin de sus respectivos programas de rescate, Grecia se encuentra en el ecuador del segundo programa de ayuda pero acechan dudas en torno a la suficiencia de fondos para el próximo año y, por último, España dará por finalizado el rescate para la banca sin haber consumido la totalidad de los fondos otorgados. Así pues, si todo va según lo previsto, 2014 podría ser el año que acabara definitivamente con la crisis de deuda soberana. ¿Será así?

Las correcciones en los desequilibrios de las economías lusa, griega e irlandesa se han dado en distintas dimensiones: sostenibilidad de la deuda pública, desapalancamiento del sector privado y ganancias de competitividad. La primera dimensión ha sido uno de los pilares de los tres programas de ayuda financiera, ya sea porque era el principal problema del país en un inicio (como es el caso de Portugal y Grecia) o porque se ha puesto en duda a raíz de la resolución de otro desajuste (como es el caso de Irlanda, cuyo detonante fue una crisis bancaria originada por una burbuja inmobiliaria). En cualquier caso, el avance en materia de consolidación fiscal ha sido significativo en los tres países mencionados, con reducciones del déficit público de más de la mitad desde 2010. La mayor corrección la ha llevado a cabo Grecia, reduciéndolo del 15,6% del PIB al 4,1% en cuatro años. Asimismo, será el primer país en conseguir un superávit primario al finalizar 2013. Portugal e Irlanda se prevé que lo consigan en 2014. El esfuerzo de consolidación fiscal ha permitido frenar el crecimiento de la deuda pública, que incluso se prevé que empiece a reducirse a partir de 2014 para las tres economías.

El sector privado de estos tres países también está llevando a cabo importantes ajustes, tanto en el caso de los hogares y empresas como en el sector bancario. Para este último se debe destacar el esfuerzo de recapitalización que las instituciones de crédito han llevado a cabo durante 2012 para cumplir con el objetivo de capital (*ratio Capital Tier 1*) del 8%, aunque en la mayoría de los casos se requirieron fondos públicos. A pesar de los avances hechos para mejorar la solvencia, las instituciones bancarias griegas, lusas y celtas permanecen bajo presión en un entorno operativo adverso y con elevadas tasas de morosidad, que siguen incrementándose.

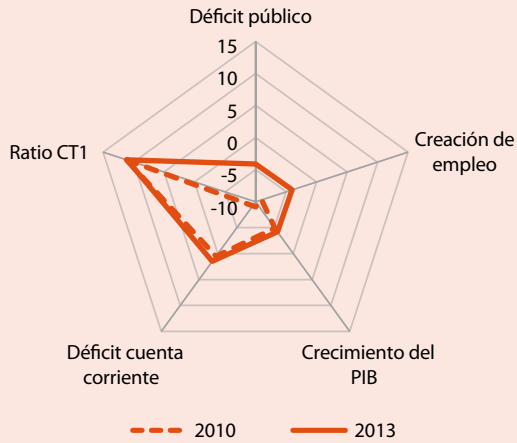
Por el lado de los hogares y empresas, el proceso de desapalancamiento está siendo más lento. En Irlanda, el país que presentaba unos niveles de endeudamiento más elevados, solo la deuda de los hogares ha empezado a reducirse de forma significativa: del 123% del PIB en el que se encontraba en 2009 se ha reducido hasta el 106%, pero todavía se encuentra lejos del 65% del conjunto de la eurozona. Las empresas no financieras, que mostraban niveles de endeudamiento claramente superiores, 206% del PIB en 1T 2013, todavía no han empezado a desapalancarse. El caso de Portugal y Grecia no es muy distinto. Si bien partían de unos niveles de apalancamiento inferiores, el progreso hasta la fecha ha sido prácticamente nulo. Concretamente, por lo que a los hogares se refiere, el nivel de deuda se sitúa en el 91% del PIB en Portugal y en el 73% en Grecia. El sector empresarial griego ofrece unos niveles de deuda más confortables, del 75% del PIB (24 p. p. por debajo del promedio de la eurozona), pero en Portugal, donde la *ratio* se sitúa en el 164% del PIB, el ajuste todavía no ha empezado.

Las reformas implementadas bajo los respectivos programas de rescate, sobre todo en consolidación fiscal y mejoras estructurales, han facilitando el inicio de la recuperación económica para los alumnos más aventajados, Irlanda y Portugal. El estudiante sobresaliente en este caso es Irlanda, cuyo crecimiento se ha situado por encima del de la eurozona desde 2011. En el caso de Portugal, el proceso de recuperación es más lento, manteniendo el sector exterior el pulso por la buena actuación de las exportaciones gracias a notables mejoras de competitividad. Grecia es, de los tres países periféricos, al que más le está costando recuperar tasas de crecimiento positivas. La profunda contracción que atraviesa la demanda interna sigue lastrando la capacidad de recuperación de la economía helena y, si bien se han producido importantes ganancias de competitividad, la respuesta de las exportaciones ha sido menos intensa que en el resto de países periféricos.

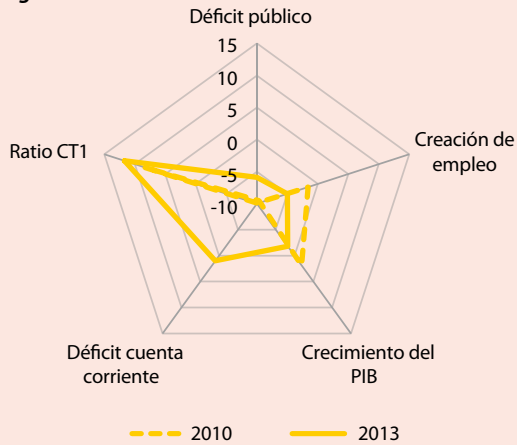
Los números que presenta Irlanda, por tanto, le permiten encarar la fase final del programa con la *troika*, que termina en diciembre de 2013, con cierta confianza. De hecho, el tesoro irlandés ya ha podido prefinanciar las necesidades de financiación previstas para 2014, lo que le ha permitido descartar la solicitud de una línea de crédito precautoria para asegurarse la capacidad de financiación tras la finalización de la ayuda financiera de la *troika*. De todas formas, Irlanda todavía presenta importantes desequilibrios que debe seguir corrigiendo. Terminar el proceso de desapalancamiento, la reestructuración del sector ban-

Comparativa de variables económicas y financieras

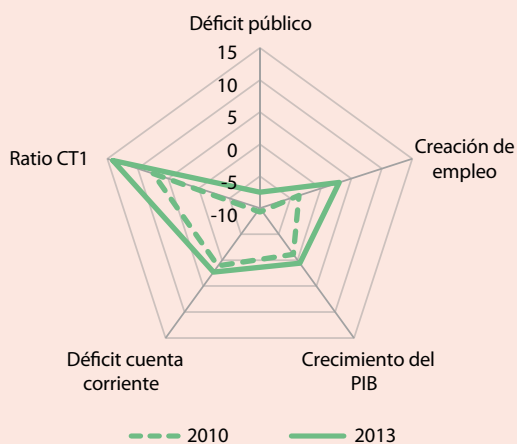
Grecia



Portugal



Irlanda



Nota: (*) Cuanto más alejado del centro, mejor es el dato. El déficit público y el déficit por cuenta corriente están expresados como porcentaje del PIB, creación de empleo y crecimiento del PIB son variaciones interanuales y la ratio CT1 es la ratio de capital en porcentaje del total de activos ponderados por riesgo. Previsiones del FMI.

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

cario y reducir la tasa de paro son los tres retos que no debería perder de vista.

La situación de Portugal es menos favorable. Las dudas sobre la capacidad de finalizar con éxito el programa de ayudas con la troika en junio de 2014 no desaparecen. La mejora de la actividad económica de los últimos trimestres avala un escenario en el que Portugal puede conseguir tasas de crecimiento que le ayuden a estabilizar la deuda pública en niveles sostenibles. Sin embargo, ello debe ir acompañado por una disciplina fiscal intachable. Un compromiso sólido por parte de todos los partidos políticos con el programa de ayuda financiera es clave para restablecer la confianza de los inversores, pero queda poco tiempo para conseguirlo. En los próximos meses el Gobierno portugués debería dar muestras convincentes de que puede empezar a prefinanciar las necesidades de 2014. En este sentido, el camino del acceso a los mercados para Portugal es un poco más angosto que para los irlandeses.

Finalmente, sobre el alumno que necesita mejorar, Grecia, se han vuelto a percibir nuevas necesidades de financiación no cubiertas por el programa de la troika para 2014 y 2015 por valor de 10,9 mil millones de euros. Para Grecia, 2014 no solo no será un año en el que deje atrás las ayudas de la troika, dado que en principio aún le quedan tres años más bajo la supervisión de esta, sino que probablemente se seguirá debatiendo si el actual programa es suficiente.

En definitiva, en 2014 difícilmente se podrá dar por cerrada la crisis de deuda soberana, pero todo parece indicar que se podrán apagar algunos focos activos, como el irlandés y, quizás, el luso, y empezar a controlar aquellos que han permanecido incontrolables desde hace ya un tiempo: Grecia. La clave residirá en que la incertidumbre y el miedo en los mercados no se propaguen a las otras economías, como ya ha venido siendo el caso este último año, cuando rumores de un nuevo programa en Grecia no están ocasionando ningún contagio a los otros periféricos. Si todo va según lo planeado, en 2014 estaremos un poco más cerca de la plena recuperación de la eurozona y del fin, de una vez por todas, de la crisis de deuda soberana.

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

Unión bancaria: órdago para la banca europea

La reciente crisis del euro ha puesto en evidencia que para garantizar la sostenibilidad a largo plazo de la unión monetaria es imprescindible un sistema bancario verdaderamente integrado. En palabras de Yves Mersch, uno de los miembros del Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo, «un sistema que permita que una empresa solvente que no tenga acceso al crédito en un banco de su país pueda obtenerlo de un banco de otro Estado miembro y en condiciones similares a las de las empresas del país concesor». La construcción de la unión bancaria debe entenderse, pues, en este sentido y es difícil que sea un proceso rápido que vaya a solucionar los problemas derivados de la crisis financiera actual. Las piezas que hay que encajar para armar el rompecabezas de la unión bancaria son numerosas y conllevarán largas y complejas negociaciones entre los distintos Estados miembros.

Tres elementos clave deberían conformar el armazón de una unión bancaria sólida: un Mecanismo Único de Supervisión (MUS), por el cual todas las entidades estén sujetas al mismo tipo de vigilancia; un Mecanismo Único de Resolución (MUR), con su correspondiente fondo de resolución, que dicte cómo proceder con las entidades en dificultades, y un Fondo de Garantía de Depósitos Europeo que garantice por igual los depósitos de cualquier entidad con independencia de su país de procedencia. Naturalmente, una condición previa a este lance es que las normas que los citados mecanismos exijan cumplir sean las mismas en todos los Estados miembros. Finalmente, la credibilidad del MUR y el MUS a ojos de depositantes e inversores requiere de la existencia de unas redes de seguridad que certifiquen que los fondos de garantía y de resolución dispongan de recursos suficientes en caso de crisis sistémicas. Esta es quizás la pieza más delicada del rompecabezas, pues tan solo los recursos fiscales de los distintos países pueden aportar tal garantía y cualquier acuerdo que pueda conllevar transferencias fiscales entre países suscita muchas reticencias.

Durante 2014 se producirán avances significativos en materia normativa y se observarán los primeros impactos tangibles sobre el panorama bancario con la asunción de la supervisión única por parte del BCE. Desde la esfera legislativa, Parlamento y Consejo europeos deberán acordar, antes de las elecciones europeas, la armonización de las normativas nacionales en materia de resolución de entidades y de fondos de garantía. Una vez acordado el marco regulatorio común, deberán consensuar el diseño organizativo del MUR y, sobre todo, en quién reside el poder de decisión final en materia de resolución (léase también liquidación) de entidades. Dadas las profundas implicaciones de ceder esta decisión a una autoridad supranacional, probablemente se desate un fuerte debate entre los diecisiete países de la unión. Aun así, las preferencias del BCE por disponer de un MUR en cuanto asuma la supervisión única suponen una fuerte presión para alcanzar un acuerdo.

Por lo que respecta a la asunción de la supervisión única, el reto del BCE es enorme: a partir del noviembre próximo vigilará directamente unas 130 entidades consideradas sistémicas a nivel europeo e, indirectamente, otras 6.000 de menor tamaño. Entretanto, el BCE ha iniciado una revisión exhaustiva de los balances de las mayores entidades con la intención de restaurar definitivamente la confianza en el sistema bancario europeo y evitar sorpresas desagradables una vez iniciado su mandato. Idealmente, el resultado debería parecerse a lo sucedido en España tras los ejercicios de Oliver-Wyman en 2012: una separación clara entre entidades fuertes y débiles, así como la recapitalización de estas últimas.

El examen planteado por el BCE consta de tres ejercicios. El primero es una evaluación de elementos clave por lo que respecta al riesgo bancario que incluirá, entre otros, el nivel de apalancamiento, la liquidez o la estructura de financiación de las entidades. El segundo ejercicio consistirá en una revisión de la calidad de los activos. En este caso, el BCE revisará la clasificación de los créditos entre dudosos y normales, así como el nivel de provisiones, el valor de los activos que sirven como garantía y la valoración de instrumentos complejos o de alto riesgo. Al emplear criterios de evaluación comunes para todos los países —en particular, definiciones homogéneas para el crédito dudoso y el refinanciado—, se estará dando un gran paso para igualar las condiciones de competencia entre entidades de distintos países. Así, entidades que operen en países con criterios relativamente laxos deberán adecuar su nivel de provisiones. Para aquellas que partan de niveles de solvencia más ajustados, estos cambios podrían llegar a generar necesidades de capital. Con todo, el ejercicio no va a permitir una equiparación plena de las condiciones competitivas, pues no contempla la armonización de uno de los factores que más las altera: el cómputo de los activos ponderados por riesgo. En este sentido, aunque la revisión del BCE podría aportar mayor claridad acerca del origen de las diferencias que aún existen entre los cálculos de las distintas entidades, habrá que esperar a que la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) termine los trabajos que tiene en curso respecto a esta cuestión antes de que se planteen cambios en la normativa, probablemente bien entrado 2015.

Una vez validados los balances, la última fase del examen consistirá en una prueba de esfuerzo que evalúe la capacidad de resistencia de las entidades ante escenarios de estrés. Aunque la EBA ya ha realizado pruebas de este estilo con anterioridad, la que

La revisión de la calidad de los activos empleará una nueva definición armonizada de crédito dudoso

Definición armonizada de la EBA		Normativa actual sobre crédito dudoso		
		Definición de crédito dudoso	Reclasificación de toda la exposición del deudor	Clasificación del crédito refinanciado
Crédito dudoso	Exposiciones con más de 90 días de vencimiento o en riesgo de impago si no se ejecutan las garantías			
Clasificación del resto de exposición del deudor	Si el importe en situación de impago por más de 90 días supera el 20% de la exposición total del deudor			
Clasificación del crédito refinanciado	<p><i>Como dudoso:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Si la refinanciación da lugar a una disminución de las obligaciones del deudor <p><i>Como normal:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> – Se considera al deudor capaz de realizar sus pagos; – ha superado un periodo de prueba de 2 años; – ha pagado regularmente los vencimientos durante la mitad del periodo de prueba; – y el contrato está al corriente de pago al final del periodo de prueba 			
		Portugal	●	●
		Austria	●	●
		Alemania	●	●
		Reino Unido	●	●
		Francia	●	●
		Irlanda	●	●
		España	●	●
		Finlandia	●	●
		Italia	●	●

● Notablemente más laxa que la definición armonizada
● Ligeramente más laxa que la definición armonizada
● Acorde con la definición armonizada

Fuente: EBA FINAL draft Implementing Technical Standards, documento EBA/ITS/2013/03.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de Barisitz, S. (2013) «Nonperforming Loans in Western Europe—A Selective Comparison of Countries and National Definitions». Focus on European Economic Integration, (1), 28-47.

nos ocupa tiene la particularidad de ser la primera en la que está en juego la credibilidad del BCE como supervisor. Pese a que la metodología para dichas pruebas todavía no se ha aprobado, parece claro que existen tres aspectos fundamentales que centrarán la atención de los analistas: la ratio de capital exigida en el escenario adverso; el trato otorgado a la deuda soberana, y el impacto en el resultado de una excesiva dependencia de la financiación proveniente del BCE. El primer punto será un determinante clave de la dureza de las pruebas. En cuanto a la deuda soberana, es de prever que no se repita la mala experiencia de 2012, cuando se puso en duda la calidad de dicho activo al suponer quitas en el escenario adverso. Por último, es posible que en el cálculo de la capacidad de generar beneficios las pruebas descuenten la parte que proviene del *carry-trade*.

Sea como fuere, la zona del euro se juega mucho con la implantación de la unión bancaria. A lo largo del año, deberá quedar claro en qué entidades residen los problemas y cuál es su magnitud. De igual modo, la unión monetaria no puede permitirse otra crisis de confianza como la sufrida en 2012, por lo que es imperativo garantizar que las consecuencias del examen del BCE sobre las entidades no se contagien a su soberano como en anteriores ocasiones. El Consejo Europeo ya ha clarificado que el uso de recursos públicos conllevará la aplicación de las reglas de *bail-in* establecidas en la normativa de ayudas de Estado y que estos procederán, en primera instancia, de fondos nacionales. Únicamente cuando estos recursos se consideren insuficientes podrán emplearse fondos adicionales a nivel europeo a través del MEDE, los cuales podrán inyectarse a las entidades directamente en forma de capital a partir de noviembre.

Con estas premisas, es probable que el envite europeo del BCE no se perciba como un farol por el mercado y que 2014 marque un punto de inflexión en la resolución de la fragmentación financiera de la zona euro y sienten las bases que hagan posible una reordenación del sector bancario europeo en los próximos años. El sistema imaginado por Mersch estará entonces más cerca.

Sandra Jódar-Rosell
Departamento de Análisis Económico, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

La reforma de las administraciones públicas: un reto clave

Se aproxima 2014 y, como ya viene siendo habitual en los últimos años, las miradas empiezan a centrarse en los objetivos de política económica fijados para el próximo ejercicio. En esta ocasión, España iniciará la nueva andadura con viento a favor. Las tensiones en los mercados de deuda pública se han reducido notablemente y la recuperación económica parece encarrilada. Esta mejora responde, en parte, al esfuerzo reformador llevado a cabo por el Gobierno durante los últimos años. En 2013 se ha avanzado en la reestructuración del sistema bancario, se ha finalizado la reforma del sistema de pensiones y se han adoptado nuevas medidas de consolidación fiscal y de fomento de la competitividad. Sin embargo, aún queda un largo camino por recorrer.

En efecto, los compromisos alcanzados con la Comisión Europea para 2014 exigen numerosas reformas estructurales. Entre estas encontramos: nuevas reglas que complementen la reforma laboral aprobada en 2012; una nueva reforma del sector eléctrico que garantice su viabilidad financiera; la liberalización del sector ferroviario; la aprobación de la Ley de Garantía de Unidad de Mercado, y la reforma del sistema tributario español.⁽¹⁾ Destaca, también, la reforma de las administraciones públicas que, según el calendario acordado con la Comisión Europea, se aprobará a principios de 2014. Esta debe permitir reducir el gasto público a través de una mejora de la eficiencia.

La aprobación de esta reforma debería ayudar a mantener el ritmo de consolidación fiscal de los últimos años. Entre 2009 y 2012, las medidas de ajuste permitieron corregir el déficit público en 4,3 puntos porcentuales, hasta el 6,9% del PIB (sin contabilizar las pérdidas asociadas a las ayudas al sistema bancario). Este ajuste es especialmente significativo dada la dificultad añadida que ha supuesto el deterioro de la actividad económica durante los últimos años.

En parte, el proceso de consolidación fiscal se ha llevado a cabo mediante un aumento de los ingresos impositivos. De hecho, si no se hubieran tomado medidas para aumentar la recaudación, los ingresos habrían permanecido alrededor del 35% del PIB y, por tanto, en términos nominales se habrían reducido alrededor del 1,9%.⁽²⁾

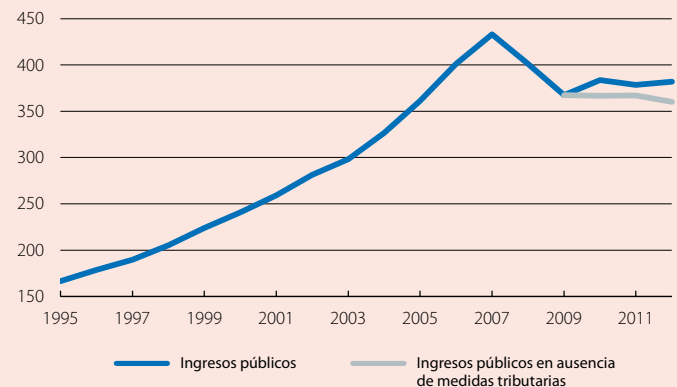
Sin embargo, este no fue el caso. Durante estos tres años, los ingresos públicos aumentaron ligeramente, hasta el 37,1% del PIB, fruto de las medidas tributarias aprobadas en los últimos años (incremento del IVA, eliminación de ciertas desgravaciones del impuesto de sociedades, introducción de nuevos impuestos especiales, subida del IBI, entre otros).

Además del aumento de los ingresos, la corrección del déficit público también se ha conseguido llevar a cabo mediante la toma de medidas para contener el gasto público. Así, a pesar del efecto del deterioro del ciclo económico sobre algunas partidas, como puede ser el subsidio de desempleo o el pago de los intereses de la deuda, el Gobierno estima que el gasto público se habrá reducido en 1,7 puntos porcentuales entre 2009 y 2013 (sin contabilizar el coste asociado a las pérdidas bancarias). Si excluimos del análisis las partidas de gasto más influenciadas por el ciclo económico y limitamos el análisis a aquellas partidas de gasto más discrecionales, el ajuste del gasto asciende al 5,1% del PIB. Como se observa en el gráfico, gran parte de este ajuste responde a la caída de la inversión pública, que explica el 62,3% del ajuste, seguida por la corrección de los consumos intermedios y la remuneración de los asalariados, que explican el 19,8%. La reducción de gastos sociales es del 8,2%. El resto de partidas (principalmente subvenciones y otras transferencias corrientes) explican el 9,7% restante.

Esta estrategia de ajuste del gasto público español difiere significativamente de la observada en los países de la zona del euro que han tenido que acudir a un programa de asistencia financiera: Irlanda, Grecia y Portugal. En estos tres países, fue la reducción de los gastos salariales y del consumo intermedio la que contribuyó en mayor medida a la corrección del gasto público. Concre-

Evolución de los ingresos de las administraciones públicas

(Miles de millones de euros)



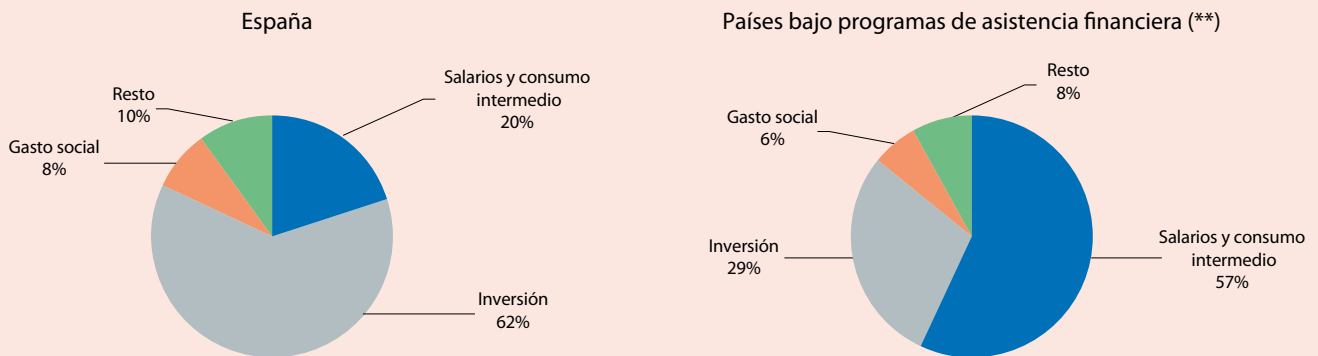
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

(1) Para más información acerca de las reformas pendientes de aprobarse en los próximos trimestres, véase el programa de Partenariado Español remitido a la Comisión Europea el pasado mes de noviembre.

(2) Estimación basada en la elasticidad histórica de los ingresos impositivos al PIB nominal del 1,1.

Contribución al ajuste del gasto público (*)

(%)



Notas: (*) No se incluyen en el análisis las partidas más influenciadas por el ciclo económico: subsidio de desempleo, pago de intereses de la deuda y gasto en pensiones. Los datos para España se refieren al periodo 2009-2013 y para los países bajo programas de asistencia financiera se refieren al periodo 2009-2T 2013.

(**) Irlanda, Portugal y Grecia.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y Plan Presupuestario 2014.

tamente, esta partida concentró prácticamente la mitad del ajuste del gasto público. Por otro lado, aunque la reducción de la inversión en los países intervenidos también ha sido importante, su incidencia en el ajuste del gasto público ha sido menor que en el caso español. Por lo que respecta al gasto social, en cambio, observamos que desempeña un papel muy similar en la composición del ajuste en los cuatro países.

La implementación de la reforma de las administraciones públicas podría suponer un cambio significativo en el patrón de ajuste del gasto público en España. El pasado mes de junio, la Comisión para la Reforma de las Administraciones Públicas (CORA) presentó un exhaustivo informe con un total de 218 propuestas dirigidas a mejorar la eficiencia en todos los niveles del sector público. Entre estas iniciativas se encuentran aquellas dirigidas a reducir los trámites administrativos; eliminar o fusionar organismos públicos; aprovechar economías de escala (por ejemplo, mediante la centralización de la compra de bienes que reduzcan costes); racionalizar y flexibilizar el empleo público, y eliminar las duplicidades entre las administraciones. Algunas de estas medidas se espera que se empiecen a implementar este diciembre, con la aprobación de la Ley de Racionalización y Sostenibilidad. Dicho informe estima que la implementación de todas las medidas supondrá un ahorro del gasto público de 17.543 millones de euros entre 2013 y 2015. Esta cifra equivale, aproximadamente, al 40% del ajuste del déficit previsto para estos tres años.

En definitiva, la reforma de las administraciones públicas se erige como una de las medidas clave en 2014. Un buen diseño de esta facilitará el proceso de consolidación fiscal a la vez que sentará las bases de un sector público más eficiente. Dos elementos que ayudarán a despejar las dudas sobre la solvencia de las cuentas públicas y la capacidad de crecimiento de la economía. El espíritu reformador, por tanto, no puede decaer.

Joan Daniel Pina

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



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

