

IM01

INFORME MENSUAL

NÚMERO 375 | ENERO 2014



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Estabilidad financiera en la UEM: optimismo prudente

ECONOMÍA INTERNACIONAL
EE. UU.: menor ajuste e incertidumbre fiscal para 2014

UNIÓN EUROPEA
Diferencias en el núcleo de la eurozona

ECONOMÍA ESPAÑOLA
La creación de empleo en España está cerca

DOSSIER: PANORÁMICA MÉXICO

El despegue económico de México: mejor ahora que nunca

Banca mexicana: solvente y con recorrido

El ímpetu reformista sacude México

España y México: dos socios comerciales con un futuro esperanzador

INFORME MENSUAL**Enero 2014****"la Caixa"**

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de diciembre de 2013



• 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 *Buenos tiempos en el mercado europeo de bonos corporativos*10 *Estabilidad financiera en la UEM: optimismo prudente***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *EE. UU.: menor ajuste e incertidumbre fiscal para 2014*16 *Rusia en la encrucijada***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Diferencias en el núcleo de la eurozona*22 *Perspectivas de inflación moderada en la eurozona***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La demanda interna empieza a despertarse*28 *La creación de empleo en España está cerca*29 *Las exportaciones españolas se toman un respiro***32 DOSSIER: PANORÁMICA MÉXICO**32 *El despegue económico de México: mejor ahora que nunca*
Clàudia Canals34 *Banca mexicana: solvente y con recorrido*
Pau Labró Vila36 *El ímpetu reformista sacude México*
Àlex Ruiz y Clàudia Canals38 *España y México: dos socios comerciales con un futuro
esperanzador*
Sergi Basco, Philipp Hauber y Oriol Aspachs

El club del euro se amplía, ¿por qué?

2014 se inicia con una nueva expansión del club del euro gracias a la incorporación de Letonia. Tras la entrada de Estonia en 2011, la inclusión de la última república báltica, Lituania, se espera para el 2015. Además, en 2013 el euro fue la moneda internacional que se apreció en mayor medida. En síntesis, a pesar de que la crisis de deuda soberana en la zona del euro dista de estar resuelta, el euro continúa siendo una moneda atractiva para los inversores internacionales y la unión monetaria sigue constituyendo un reclamo para los ciudadanos europeos.

Ciertamente, los problemas de gobernanza de la zona del euro se van encauzando. Sin embargo, la lentitud del progreso es a menudo exasperante. Además, en función de los resultados de las elecciones de mayo al Parlamento Europeo, no se pueden descartar retrocesos y el ritmo de crecimiento económico continúa débil. Para 2014 esperamos un alza del PIB del 1%.

Si nuevos países europeos quieren formar parte del club del euro, las razones deben buscarse más allá de la coyuntura económica y de las circunstancias cambiantes de la construcción institucional de la unión monetaria. Son razones de orden político, en el sentido más noble de la palabra, de estrategia de país a largo plazo.

El caso de las repúblicas bálticas ilustra a la perfección cómo en países con situaciones geoestratégicas complejas la adhesión al euro se fundamenta en argumentos muy básicos de política general. La entrada en el euro fortalece los vínculos políticos de estos países con la Unión Europea, reforzando su vocación de democracias liberales en el marco de la soberanía compartida que caracteriza al club europeo. Solidifica su alejamiento de la órbita del gigante político que sigue siendo la república rusa.

Junto con las razones geoestratégicas o vinculadas a la naturaleza del régimen político, un segundo factor que explica la atracción de la eurozona es de carácter interno. La decisión de adoptar el euro es, para cualquier país europeo con una trayectoria de moneda débil, un compromiso de cambio y modernización de las instituciones socioeconómicas. Vivir y competir en la unión económica y monetaria —especialmente si no hay, ni se las espera, transferencias fiscales entre zonas y la movilidad laboral es reducida— solo es posible si el país que se adhiere lleva a cabo una completa reforma de sus mercados y políticas para lograr dos grandes objetivos.

En primer lugar, la estabilidad financiera, en especial por lo que respecta al sector público, aunque la Gran Recesión nos ha recordado que también en el sector privado se pueden generar graves problemas de sobreendeudamiento. Y, en segundo lugar, el crecimiento económico equilibrado que genere convergencia en niveles de vida. Es decir, el acercamiento de las zonas menos ricas de la unión monetaria hacia los niveles de bienestar de las zonas avanzadas, basándose en una mejora más acelerada de la productividad y su traducción armónica en aumentos del nivel de vida que no erosionen la competitividad del país.

Los cambios sociales y políticos que exige pertenecer al euro no son sencillos. Como reconocía Mario Monti en septiembre de 2011, pocos meses antes de liderar una nueva fase de reformas en su país, el euro no solo trata de conseguir un área monetaria estable, sino algo mucho más importante y difícil: «inducir una profunda transformación no solo de las estructuras y políticas económicas, sino también de las instituciones y culturas que las determinan». Los países que se adhieren al euro —tanto sus líderes como el resto de ciudadanos— deben ser conscientes de la magnitud del reto.

Jordi Gual
Economista Jefe
31 de diciembre de 2013

CRONOLOGÍA

DICIEMBRE 2013

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

NOVIEMBRE 2013

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

OCTUBRE 2013

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

SEPTIEMBRE 2013

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

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.

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**.

AGENDA

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 de Estados Unidos (cuarto trimestre).
Avance del PIB de España (cuarto trimestre).
- 31 Balanza de pagos (noviembre).
Avance IPC (enero).

FEBRERO 2014

- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Índice de producción industrial (diciembre).
- 14 Avance del PIB de la eurozona (cuarto trimestre).
- 17 Avance del PIB de Japón (cuarto trimestre).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (diciembre).
- 27 Contabilidad Nacional Trimestral (cuarto trimestre).
Índice de sentimiento económico eurozona (enero).
- 28 Avance IPC (febrero).
Balanza de pagos (diciembre).

2014 empieza con buen pie

El nuevo año comienza con aires de esperanza renovados. La confianza en que la actividad económica ganará tracción a nivel global se fundamenta en tres grandes factores. En primer lugar, en la mejora de las condiciones macroeconómicas, de manera sólida en EE. UU. y Japón, incipiente en la eurozona y tentativa en los emergentes. En segundo lugar, la recuperación de la confianza se apoya en la reducción de múltiples riesgos de cola que han supuesto serias amenazas para la estabilidad financiera global en el pasado reciente (crisis de la eurozona, inicio del *tapering*, disputa fiscal en EE. UU., salida de capitales de los emergentes, etc.). En tercer lugar, pero no por ello menos importante, en las políticas monetarias ultralaxas del bloque de países desarrollados. Aunque con matices, esperamos que las condiciones favorables se mantengan en el próximo ejercicio.

La solidez del proceso de recuperación en EE. UU. da argumentos a la Fed para empezar el *tapering*. La reducción del ritmo de compras de bonos (*tapering*) empezará en enero y será muy gradual, a razón de 10.000 millones de dólares al mes (hasta la fecha las inyecciones mensuales de liquidez ascendían a 85.000 millones de dólares). Los mercados financieros han acogido de forma constructiva el anuncio de la Fed, en contraste con el ambiente de elevada incertidumbre y volatilidad que ha imperado durante meses alrededor de cuándo y cómo tendría lugar el inicio del *tapering*. El grueso de los activos reaccionó de forma positiva, con ganancias en las bolsas y repuntes muy contenidos en las rentabilidades de la deuda pública norteamericana. Así, la *yield* del bono estadounidense a diez años se mantiene cerca del 3%, mientras que la referencia de dos años se sitúa en la zona del 0,4%. En la misma línea, los índices de volatilidad implícita del S&P 500 y de los *treasuries* descendieron (ligemente) tras el anuncio de la Fed.

Conviene mantener la cautela ante la presencia de algunos eslabones débiles. El inicio de la estrategia de salida de la Fed obedece a una razón benigna: el crecimiento de la economía estadounidense se dibuja sólido y autosostenible, no responde a presiones inflacionistas visibles ni a la sospecha de burbujas ya creadas en los activos financieros, aunque sí hay ciertos signos de sobrecalentamiento en los mercados de bonos de EE. UU. que es mejor enfriar. En este sentido, el *tapering* es bienvenido. Sin embargo, y a medida que avance el proceso de normalización monetaria, no se pueden descartar eventuales sacudidas en las expectativas y el sentimiento de los inversores, que podrían propiciar

repuntes bruscos en los tipos de interés, como ocurrió durante el verano. La lista de candidatos a ser los principales damnificados sigue encabezada por algunos países emergentes con elevados desequilibrios externos y dependencia del capital foráneo. En India y Brasil, por ejemplo, las tensiones inflacionistas no remiten y dejan poco margen de maniobra a la política monetaria para estimular la economía. En China, en cambio, los indicadores de actividad siguen siendo robustos, inscritos en un modelo de crecimiento en el que el consumo, gradualmente, va adquiriendo más protagonismo.

En la eurozona, Alemania lidera la reactivación económica y deja atrás a Francia. Los últimos datos de confianza siguen marcando el camino de la recuperación y los principales riesgos de la región van perdiendo fuerza paulatinamente. En materia institucional, las autoridades europeas continúan avanzando hacia la unión bancaria, lo que ayuda a reducir la fragmentación financiera entre la periferia y el núcleo, un ingrediente primordial para que el crédito gane fluidez. Los países periféricos han asentado su proceso de consolidación fiscal y de corrección de desequilibrios macroeconómicos, y poco a poco ven cómo los inversores internacionales vuelven a considerarlos un destino atractivo en términos de rentabilidad y riesgo. Todo ello envuelto en un marco de política monetaria expansiva que permite mantener un entorno financiero acomodaticio.

La economía española se despidió de 2013 con datos que invitan al optimismo. Los indicadores de alta frecuencia de 4T 2013 confirman el crecimiento iniciado en el trimestre anterior y, de hecho, sugieren cierta aceleración en el ritmo de avance de la actividad económica en el tramo final del año. Nuestra previsión se sitúa en esta línea: esperamos un aumento del PIB del 0,2% intertrimestral, una décima por encima del registro del trimestre anterior. Esta previsión podría verse incluso superada debido al dinamismo que ha mostrado la demanda interna durante los últimos meses. La importante mejora de las previsiones de crecimiento que la mayoría de inversores internacionales han hecho durante los últimos meses y la caída de la prima de riesgo son buenos ejemplos de que, poco a poco, las reformas emprendidas durante los últimos años están consiguiendo recuperar el apetito inversor. Se trata, por tanto, de un escenario alentador. 2014 se perfila como el año clave para apuntalar los pilares que deben apoyar el crecimiento futuro de la economía española.

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	2,8	3,0	3,1	3,6	3,7	3,7
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,8	1,8	2,9	3,0	1,6	1,8	2,3	2,8	2,9	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	1,4	1,7	1,3	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	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	2,4	2,9	2,8	1,2	1,0
Reino Unido	0,1	1,4	2,2	2,0	1,3	1,5	2,4	2,6	2,3	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	1,0	2,3	2,8	2,8	3,3	2,2	1,9	1,8	3,3	3,4
México	3,9	1,3	3,4	3,5	0,5	1,3	0,8	1,8	3,4	3,8
Polonia	2,0	1,3	2,4	3,2	1,2	1,7	1,6	2,1	2,3	2,5
Turquía	2,2	3,7	3,5	4,7	4,5	4,4	3,0	2,3	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	1,8	1,4	1,6	1,2	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	1,4	1,4
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	1,1	1,5	3,4	2,9
Reino Unido	2,8	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,3	2,5	2,6	2,7
Países emergentes										
Rusia	5,0	6,7	5,1	4,7	7,2	6,4	6,2	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	6,4	6,3	5,4	4,8	6,6	7,4	7,4	7,8	5,2
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	1,2	2,0	2,5	0,8	1,4	1,1	1,7	1,9	2,1
Turquía	8,9	7,5	6,6	5,9	7,0	8,3	7,4	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	-2,1	-0,2	1,5	-2,5	-1,9	-0,8	-0,9	-0,4	-0,4
Saldo op. corrientes (acum., % PIB)	-1,2	1,1	1,6	1,9	0,4	0,7	1,1	1,3	1,4	1,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB)	-0,6	1,6	2,1	2,4	1,1	1,4	1,6	1,8	1,9	2,0
Saldo público (acum., % PIB)	-10,6	-6,9	-5,8	-4,2	-10,3	-10,3				

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,27	0,28	0,75	0,28	0,26	0,24	0,25	0,27	0,29
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,64	1,10	0,70	0,67	0,59	0,60	0,62	0,64
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,69	1,46	0,26	0,36	0,32	0,47	0,64	0,77
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	3,07	3,64	1,98	2,70	2,74	2,87	3,04	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	0,24	0,20	0,20	0,20
Euríbor 12 meses	1,11	0,53	0,51	0,91	0,51	0,54	0,53	0,50	0,50	0,50
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,12	0,36	0,97	0,06	0,17	0,16	0,18	0,29	0,42
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	1,33	1,34	1,32	1,31	1,32	1,36	1,36	1,34	1,33
¥/euro	102,71	129,46	137,40	129,91	128,88	131,09	136,78	141,09	139,46	136,21
£/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	108,31	108,04	109,25	103,16	109,24	110,20	108,16	107,85	108,01
Brent (euros/barril)	86,61	81,55	80,80	82,66	78,97	82,46	80,55	79,73	80,68	81,41

Previsiones

COYUNTURA · Finaliza un buen año y empieza otro prometedor

Los mercados cierran con tono positivo un año durante el cual han ido recobrando firmeza y estabilidad gracias a la contribución de tres grandes factores. En primer lugar, la mejora de las condiciones macroeconómicas, de manera sólida en EE. UU. y Japón, incipiente en la eurozona y tentativa en los emergentes. En segundo lugar, la reducción de múltiples riesgos de cola que han supuesto serias amenazas para la estabilidad financiera global en el pasado reciente (crisis de la eurozona, inicio del *tapering*, disputa fiscal en EE. UU., salida de capitales de los emergentes, etc.). En tercer lugar, pero no por ello menos importante, las políticas monetarias ultralaxas del bloque de países desarrollados. Aunque con matices, esperamos que las condiciones favorables se mantengan en el próximo ejercicio y sustenten la continuidad del buen comportamiento de los activos de riesgo.

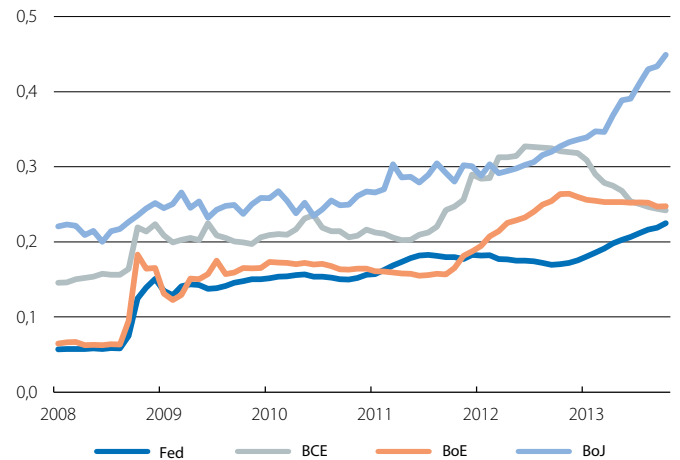
Finalmente, la Reserva Federal (Fed) inicia el *tapering*. La autoridad monetaria estadounidense acordó en su reunión de diciembre reducir, a partir de enero, el volumen mensual de las compras de bonos desde los 85.000 millones de dólares hasta los 75.000 millones. La senda ascendente en los datos de actividad de los últimos meses (en particular los registros del mercado laboral), así como la menor incertidumbre fiscal de cara al próximo año, están detrás de la decisión. El comunicado oficial enfatizó, tal y como ya habían remarcado los propios miembros de la Fed en el pasado, que la reducción de las compras será muy gradual, que no tiene un calendario prefijado y que está condicionada a la evolución del empleo y la inflación. Asimismo, la institución reforzó su *forward guidance* al indicar que los tipos permanecerían «en niveles excepcionalmente bajos tiempo después de que la tasa de paro se sitúe por debajo del 6,5%», lo cual parece emplazar la primera subida del tipo oficial a mediados de 2015.

Los mercados financieros acogen de forma constructiva el anuncio de la Fed, en contraste con el ambiente de elevada incertidumbre y volatilidad que ha imperado durante meses alrededor de cuándo y cómo tendría lugar el inicio del *tapering*. El grueso de los activos reaccionó de forma positiva, con ganancias en las bolsas y repuntes muy contenidos en las rentabilidades de la deuda pública norteamericana. Así, la *yield* del bono estadounidense a diez años se mantiene cerca del 3%, mientras que la referencia de dos años se sitúa en la zona del 0,4%. En la misma línea, los índices de volatilidad implícita del S&P 500 y de los *treasuries* descendieron (ligera) tras el anuncio de la Fed.

A pesar de esta lectura positiva, conviene mantener la cautela ante la presencia de algunos eslabones débiles. El inicio de la estrategia de salida de la Fed obedece a una razón benigna: el crecimiento de la economía estadounidense se dibuja sólido y autosostenible. No responde a presiones inflacionistas visibles ni a la sospecha de burbujas ya creadas en los activos fi-

Evolución del total de activos de los principales bancos centrales

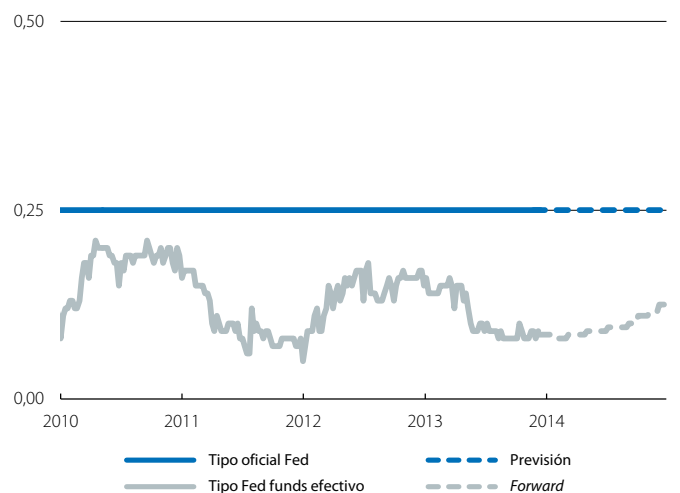
(% del PIB)



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

EE. UU.: tipo oficial de la Fed

(%)



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

EE. UU.: yields de la deuda pública

(%)



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

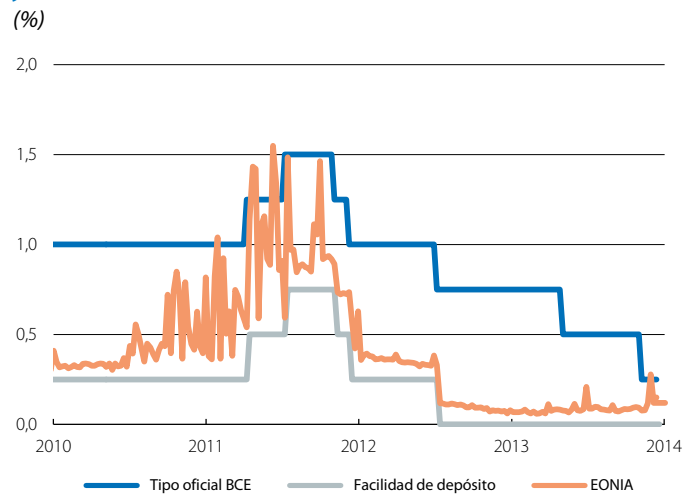
nancieros, aunque sí hay ciertos signos de sobrecalentamiento en los mercados de bonos de EE. UU. que es mejor enfriar. En este sentido, el *tapering* es bienvenido. Sin embargo, y a medida que avance el proceso de normalización monetaria, no se pueden descartar eventuales sacudidas en las expectativas y el sentimiento de los inversores, que podrían propiciar repuntes bruscos en los tipos de interés como ocurrió durante el verano. La lista de candidatos a ser los principales damnificados sigue encabezada por algunos países emergentes con elevados desequilibrios externos y dependencia del capital foráneo.

En el bloque emergente, el binomio «reformas – entorno financiero» adquirirá mayor trascendencia. Una vez que el proceso de reducción de estímulos en EE. UU. ha dado comienzo, los factores de atracción de capital hacia las economías emergentes jugarán un papel clave a la hora de minimizar posibles episodios de tensión. El *sell-off* veraniego que sufrieron buena parte de los activos emergentes (especialmente virulento en los mercados BIITS) es poco probable que pueda reproducirse con igual magnitud gracias al mejor tono de la actividad económica en el propio bloque emergente, pero conviene no bajar la guardia. Países como Brasil, India e Indonesia deberán perseverar en la implementación de reformas, así como en mantener un rumbo apropiado de la política monetaria que permita contener las presiones inflacionistas y ganar credibilidad exterior. Por otra parte, el rebrote de las tensiones en los tipos de interés interbancarios chinos que ha vuelto a tener lugar en diciembre pone de manifiesto un foco de inestabilidad que conviene no perder de vista en 2014. Con todo, esperamos un entorno financiero en los mercados emergentes que, poco a poco, se consolidará como sustento de unas mejores perspectivas de crecimiento para 2014.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) permanece vigilante ante el repunte de los tipos monetarios. Las alzas en los tipos EONIA y euríbor de las últimas semanas responden a la caída sostenida del exceso de liquidez interbancaria en la eurozona, lo cual, a su vez, viene explicado por dos factores. Un primer factor de fondo, relacionado con la mejora del entorno macro y financiero en la UEM, que empuja a las entidades financieras a devolver al BCE préstamos que habían sido de emergencia. Un segundo de carácter coyuntural, con origen en el próximo ejercicio de evaluación de los activos bancarios (AQR) por parte del BCE con datos de diciembre de 2013, que propicia que las entidades restrinjan la operativa interbancaria. En este contexto, el BCE no dudará en actuar si este episodio de aumento de los tipos monetarios se extiende en 2014. En referencia a eventuales LTRO a muy largo plazo, el propio Mario Draghi aseveró que estarían condicionadas a la concesión de crédito a la economía real, para desincentivar las estrategias de *carry trade* con deuda pública.

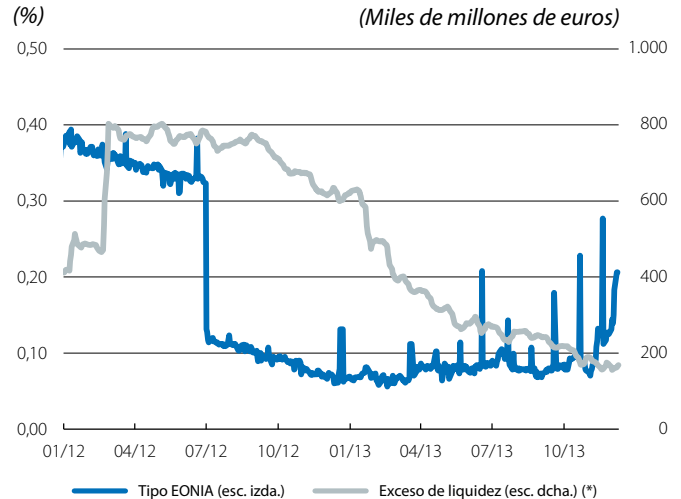
En el plano institucional europeo, el cierre de año ha sido fructífero. Tras meses de duras negociaciones, los líderes europeos han alcanzado un acuerdo para la creación del Mecanismo Único de Resolución, en el marco de la futura unión bancaria. De cara al próximo año, una vez culmine el proceso de revisión de

Eurozona: tipo oficial BCE, facilidad depósito y EONIA



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

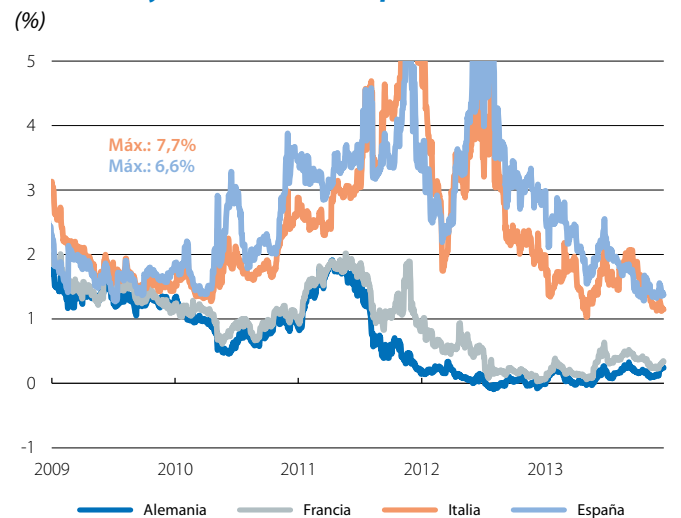
Tipo de interés EONIA y exceso de liquidez



Nota: (*) Depósitos de los bancos en el BCE por encima de las reservas obligatorias.

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

Eurozona: yields de la deuda pública a 2 años



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

la calidad de los activos bancarios, cabe esperar que la confianza y transparencia sobre el sector bancario se vean fortalecidas, dando un impulso tal vez definitivo a la resolución de este crucial frente de la crisis de la eurozona (véase Focus «Estabilidad financiera en la UEM: optimismo prudente»).

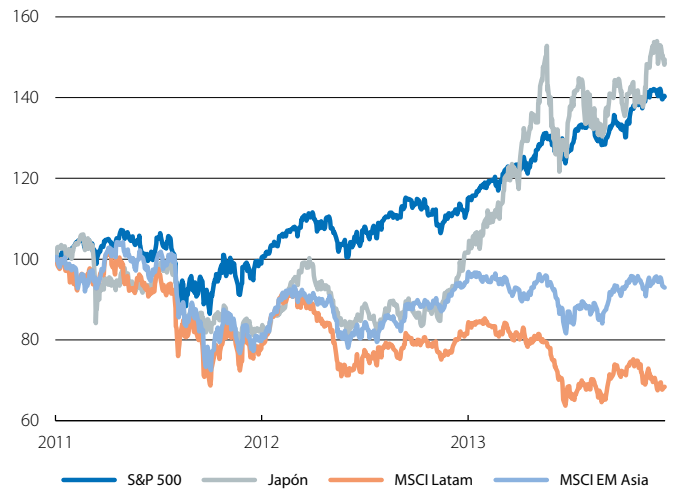
La deuda pública periférica con el viento de cara en 2014. La dinámica exhibida a lo largo de 2013 por la deuda soberana de los países con programas de asistencia externa ha sido alentadora. La combinación de los progresos a nivel de integración paneuropea con los avances reformistas y de mejora de la actividad a nivel local han propiciado un clima favorable en el último tramo del año en España, Italia y Portugal. En este sentido, los niveles de rechazo de los inversores hacia países como España o Italia han disminuido significativamente, alentando una lenta pero firme reducción de las primas de riesgo soberano. En principio, la perspectiva para 2014 es que este proceso se prolongue. Una complacencia excesiva o la fatiga reformista se erigen como los principales riesgos que amenazan truncarla. Por su parte, las rentabilidades de la deuda alemana deberían registrar una tendencia de suaves alzas a lo largo de 2014, al calor de la retirada progresiva de estímulos en EE. UU. y de la propia dinámica de crecimiento que exhiben los fundamentos macroeconómicos germanos.

Más luces que sombras en las bolsas internacionales. El año que dejamos atrás se ha caracterizado por un comportamiento dual acusado entre las bolsas desarrolladas y las emergentes. Entre las primeras, destacan los avances cercanos al 25% de los índices S&P 500 americano, Dax germano y Nikkei nipón, alcanzando los dos primeros nuevos máximos históricos. El Ibex 35, por su parte, ha conseguido recobrar impulso en la recta final del ejercicio para cerrar 2013 con una revalorización del 20%. Por el contrario, las bolsas de países emergentes han tenido, por lo general, una evolución pobre, lastradas por el bache económico y las salidas de capitales. De cara a 2014, las perspectivas para la renta variable europea y española son moderadamente alcistas, gracias a la mejora progresiva de los indicadores macro, la evolución contenida de los tipos de interés y la recuperación de los beneficios empresariales, así como por la mejora del entorno financiero en su conjunto. Todo ello desde un punto de partida atractivo en términos de ratios de valoración (mientras que en EE. UU. son más exigentes). Factores similares a los anteriores también deberían ser de ayuda para que las bolsas emergentes recuperen terreno el próximo ejercicio.

El euro mantiene la fortaleza frente al dólar y el yen. En los últimos compases del año, la divisa europea ha discurrido por encima de la cota de 1,35 dólares, fruto en buena parte de la ampliación del diferencial de tipos monetarios a corto plazo entre la UEM y EE. UU., tras el repunte de los mismos en la eurozona. Sin embargo, la previsible superación de este factor pasajero, y el avance lento pero inexorable del *tapering*, deben contribuir a una depreciación contenida del euro frente al dólar en los próximos meses. Por otra parte, el anuncio de las autoridades japonesas de un nuevo paquete de estímulos fiscales se ha traducido en nuevas cesiones de la divisa nipona frente al euro y al dólar.

Evolución de las principales bolsas internacionales

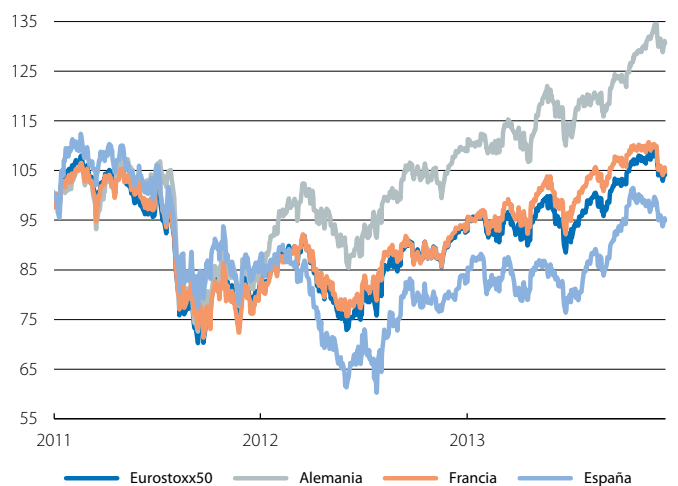
Índice (enero 2011 = 100)



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

Bolsas de la eurozona: evolución por países

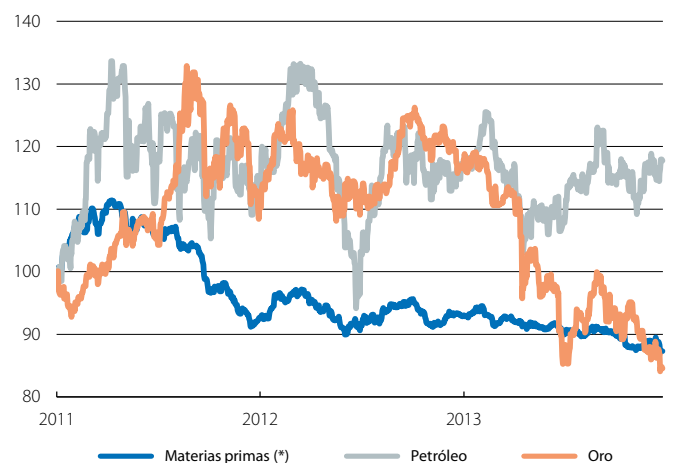
Índice (enero 2011 = 100)



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

Evolución de las materias primas

Índice (enero 2011 = 100)



Nota: (*) Índice CRB.

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

FOCUS · Buenos tiempos en el mercado europeo de bonos corporativos

A lo largo del último año, la valoración de muchos activos financieros se ha situado en máximos históricos. Sin lugar a dudas, la ultralaxitud en política monetaria que mantienen los principales bancos centrales del mundo es un factor muy importante que subyace a la positiva evolución de los índices bursátiles internacionales y la renta fija global. El comportamiento de los mercados de bonos corporativos europeos, tanto de grado inversor como de alto riesgo, no es una excepción. Su desempeño en 2013 ha sido boyante.

El primer aspecto positivo que sobresale en el mercado de deuda corporativa de Europa —incluyendo los países de la Europa emergente— es que en los últimos cuatro años se aprecia que la cuantía de emisiones se ha estabilizado en niveles elevados. Esta situación está siendo posible gracias a que el crecimiento de las emisiones de bonos de alto riesgo está compensando la caída que registran las del segmento de grado inversor, fruto a su vez de las menores necesidades de emisión del sector bancario en su proceso de desapalancamiento. En EE. UU., las emisiones están en máximos históricos bajo un patrón similar al registrado en Europa, es decir, las emisiones de bonos de alto riesgo son las que apoyan el dinamismo.

El segundo aspecto está relacionado con los efectos positivos que está provocando el contexto de elevada liquidez global y tipos de interés oficiales cerca de cero. Una parte importante de estos beneficios la están capturando las empresas, ya que están siendo capaces de reducir el coste de financiarse, al tiempo que también están logrando extender los vencimientos de la deuda emitida. Los inversores también están siendo capaces de capturar parte de los beneficios de la favorable coyuntura de los mercados. Por un lado, están obteniendo una rentabilidad muy superior a la que lograrían al invertir en deuda soberana. En los últimos cuatro años, la rentabilidad anual se ha situado entre el 5,0% de los bonos grado inversor y el 9,0% de la deuda de alto riesgo. Por otro, están los beneficios que se obtienen al diversificar por activos y sectores.

Cuando se pone toda la información en conjunto, es inevitable que surjan algunos interrogantes. ¿Estamos ante un mercado en el cual las valoraciones están en línea con los fundamentales? Si es así, ¿cuál es el recorrido que tiene el mercado de deuda corporativa en los próximos años? ¿Cómo reaccionarán los inversores cuando los bancos centrales decidan reducir los estímulos?

En principio, para el conjunto de los bonos corporativos europeos no hay señales que indiquen que exista un marcado desacoplamiento entre las valoraciones y los fundamentales de las empresas, más aún si se considera que en

los próximos años, aunque a un ritmo contenido, el escenario es de crecimiento. En ausencia, precisamente, de comportamientos exuberantes en los mercados, la retirada de los estímulos monetarios por parte de los bancos emisores no debe ser un factor grave de inestabilidad, en la medida que la normalización se implementará de forma paulatina.

La expansión del mercado de bonos en Europa no solo se manifiesta en el volumen agregado de emisiones, sino también en el número creciente de empresas que debutan en el mismo, y en la ampliación del espectro en términos de sector, tamaño, categoría de *rating* y tipología de instrumentos. También el abanico de inversores se está abriendo, llegando al pequeño ahorrador particular. Aunque la distancia respecto a los estándares del mercado de renta fija empresarial de EE. UU. es enorme, la senda de acercamiento ha empezado.

Primas de riesgo de la deuda corporativa en Europa

Primas CDS (en puntos básicos)



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

Saldo vivo de títulos de deuda corporativa (Miles de millones de dólares)

	Diciembre 2010	Diciembre 2012	Junio 2013
Bélgica	37,8	48,6	48,5
Francia	501,4	605,5	612,1
Alemania	168,0	150,4	165,2
Italia	120,3	138,8	144,2
Holanda	127,7	137,6	138,0
España	18,5	22,3	25,9
EUR-6	973,7	1.103,2	1.133,9
Reino Unido	518,4	629,6	658,1
Estados Unidos	5.373,1	6.434,6	6.739,7

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

FOCUS · Estabilidad financiera en la UEM: optimismo prudente

Uno de los elementos más destacados de 2013 ha sido la dinámica positiva de la crisis de la eurozona. El propio Banco Central Europeo (BCE) lo ha reconocido en el recientemente publicado *Financial Stability Review*, que analiza los factores de riesgo que pueden comprometer la estabilidad financiera de la región. De la evaluación que lleva a cabo el BCE se desprenden dos importantes mensajes. Uno optimista: adoptando una visión de conjunto, los riesgos de carácter sistémico evolucionan de forma positiva y se encuentran ahora en niveles previos al estallido de la crisis financiera en 2007. Otro prudente: el escenario todavía es frágil y vulnerable, dada la presencia de cuatro grandes factores de riesgo, dispares en cuanto a naturaleza y alcance se refiere.

El primer gran foco de riesgo que identifica el BCE está relacionado con posibles *shocks* macroeconómicos y financieros que impacten en la valoración de los activos y la generación de beneficios del sector bancario. Las modestas perspectivas de crecimiento y las elevadas tasas de desempleo en la eurozona cuestionan de forma directa la calidad de los activos de la banca, y esto, a su vez, constriñe la oferta de crédito, retroalimentando la debilidad. En este sentido, en 2014 hay una buena oportunidad para revertir esta dinámica: las pruebas de solidez y resistencia de la banca (que serán llevadas a cabo precisamente por el BCE) deberían servir para reforzar la posición del sector, tanto en términos de solvencia efectiva (mediante las recapitalizaciones pertinentes) como de transparencia.

El segundo factor de riesgo tiene que ver con eventuales rebrotes de la tensión en los mercados de deuda soberana. Esto podría ocurrir en caso de retrasos en la implementación de las reformas estructurales necesarias para corregir los desequilibrios fiscales y la pérdida de competitividad en algunos países. Si bien este ha sido uno de los ámbitos en los que se observa una mejora sustancial en el último año (caída generalizada de las primas de riesgo periféricas), la fatiga reformista o una complacencia excesiva por parte de las autoridades gubernamentales (tanto nacionales como europeas) se erigen como elementos que pueden propiciar la reaparición de inestabilidad en este ámbito. Es crucial evitar este error.

La senda hacia la progresiva normalización de la política monetaria en EE. UU. representa una tercera fuente de turbulencias financieras. Tras el anuncio que Ben Bernanke proclamó en mayo sobre la intención de iniciar el *tapering* a finales de 2013, los mercados experimentaron elevadas dosis de inestabilidad, especialmente visibles en los países emergentes pero también en la eurozona. Si bien las medidas adoptadas por el BCE han permitido mitigar el impacto de las «maniobras» de la Fed sobre los tipos de interés de la UEM, los riesgos asociados a una posible

nueva fase de fuertes alzas en los tipos de interés globales no son desdeñables. Si bien por el momento el anuncio de la Fed de iniciar el *tapering* a partir de enero de 2014 no ha generado turbulencias significativas, el BCE debe estar dispuesto y preparado para actuar nuevamente si es preciso.

El cuarto riesgo contemplado por el BCE es el de un desapalancamiento bancario excesivo y desordenado, que podría verse acentuado si repuntaran las dificultades que afrontan los bancos de los países en proceso de ajuste a la hora de financiarse en los mercados de capitales. Afortunadamente, el proceso de fragmentación entre países (centro vs. periferia) en relación con la disponibilidad y costes del crédito para particulares y empresas ha dado muestras de mejora en los últimos meses. Los avances para crear una verdadera Unión Bancaria han sido cruciales al respecto, y lo seguirán siendo en el futuro.

En suma, el panorama de estabilidad financiera ha mejorado, los riesgos todavía son importantes, pero autoridades y entidades financieras tienen en su mano neutralizarlos.

Riesgos	Nivel actual (color) y cambio respecto a la evaluación anterior (símbolo) (*)
Perturbaciones macroeconómicas y financieras	● =
Recrudescimiento de la crisis de deuda soberana	● =
Turbulencias financieras globales	● ↑
Desapalancamiento bancario excesivo. Fragmentación	● ↓
Riesgo sistémico	● Elevado ● Moderado ● Potencial

Nota: (*) Mayo de 2013.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-dic	29-nov	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,25	0,25	0	-50	-50
Euríbor 3 meses	0,29	0,23	5	10	10
Euríbor 12 meses	0,56	0,50	6	2	2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,18	0,09	9	5	5
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,21	0,12	9	23	23
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,93	1,69	24	61	61
Deuda pública a 10 años (España)	4,15	4,12	3	-112	-112
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	222	243	-21	-173	-173
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0	0
Líbor 3 meses	0,25	0,24	1	-6	-6
Líbor 12 meses	0,58	0,58	0	-26	-26
Deuda pública a 1 año	0,11	0,12	-1	-3	-3
Deuda pública a 2 años	0,38	0,28	10	13	13
Deuda pública a 10 años	3,03	2,74	29	127	127

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	31-dic	29-nov	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2013 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	70	79	-9	-47	-47
Itraxx Financiero Sénior	87	97	-10	-54	-54
Itraxx Financiero Subordinado	129	146	-18	-107	-107

Tipos de cambio

	31-dic	29-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,374	1,359	1,1	4,2	4,2
¥/euro	144,730	139,220	4,0	26,4	26,4
£/euro	0,830	0,830	0,0	2,3	2,3
¥/\$	105,310	102,440	2,8	21,4	21,4

Materias primas

	31-dic	29-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	456,4	463,2	-1,5	-5,7	-5,7
Brent (\$/barril)	110,8	110,6	0,2	-1,0	-1,0
Oro (\$/onza)	1.205,0	1.251,3	-3,7	-28,1	-28,1

Renta variable

	31-dic	29-nov	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2013 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.848,4	1.805,8	2,4	29,6	29,6
Eurostoxx 50	3.109,0	3.086,6	0,7	17,9	17,9
Ibex 35	9.916,7	9.837,6	0,8	21,4	21,4
Nikkei 225	16.291,3	15.661,9	4,0	56,7	56,7
MSCI emergentes	1.002,7	1.018,3	-1,5	-5,0	-5,0
Nasdaq	4.176,6	4.059,9	2,9	38,3	38,3

COYUNTURA · La recuperación sigue bien encaminada

El crecimiento global se asienta gracias a la buena marcha de EE. UU. y China, las dos mayores economías. El país norteamericano fortalece su recuperación y presenta menores riesgos a la baja que hace unos meses. Por su parte, China mantiene un ritmo de avance robusto libre de tensiones inflacionistas. Las amenazas sobre este escenario positivo vienen de Japón, cuyo crecimiento flojea pese a la reciente salida de la deflación, pero sobre todo de algunas economías emergentes grandes como India y Brasil, que presentan un crecimiento insuficiente, tensiones inflacionistas preocupantes y desequilibrios estructurales importantes.

ESTADOS UNIDOS

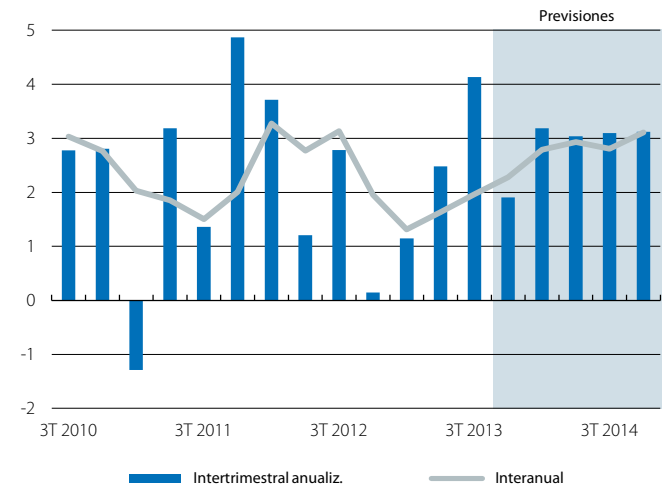
La recuperación se afianzará en 2014, para el que esperamos un avance del PIB del 2,9%, superior al 1,8% previsto para 2013. A esta aceleración contribuirá la mejor situación patrimonial de los hogares, cuya riqueza neta se situó en el 457% del PIB en 3T de 2013, tras aumentar 31 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior. Otro factor a tener en cuenta es que el ajuste fiscal será más suave que en 2013 y estará rodeado de menor incertidumbre política, especialmente tras el reciente acuerdo entre demócratas y republicanos para modular los efectos del *sequester*. También esperamos un buen comportamiento de la inversión, que debería aumentar sobre la base de unos beneficios empresariales que están cerca de máximos históricos (12,6% del PIB en 3T) y un sentimiento de los empresarios (por ejemplo, el índice ISM) que se encuentra en niveles elevados.

Los indicadores recientes sugieren un 4T de 2013 relativamente fuerte, y hacen pensar que el efecto del cierre parcial de la Administración Federal en octubre sobre los consumidores fue menor de lo estimado inicialmente. Así, las ventas minoristas de octubre y noviembre fueron robustas, anticipando un buen registro para el gasto de consumo de la contabilidad nacional. El buen dato de la balanza comercial de octubre y las encuestas de confianza del consumidor más recientes también apoyan un repunte de la actividad. De hecho, esta pauta ya quedó de manifiesto con la revisión al alza del PIB de 3T (desde el 2,8% anunciado inicialmente hasta el 4,1%), aunque el grueso se debió a una mayor acumulación de existencias.

La recuperación gradual del mercado de la vivienda es otro exponente de la fortaleza de la economía de EE. UU. Múltiples indicadores dan muestra de ello: la sobreoferta de inmuebles disminuye, el tiempo necesario para vender una casa ha descendido hasta niveles precrisis, el índice Case-Shiller de precios de segunda mano acumula una apreciación del 13,3% entre enero de 2012 y septiembre de 2013, y el índice de sentimiento de los constructores alcanzó en diciembre el nivel máximo desde noviembre de 2005.

EE. UU.: PIB

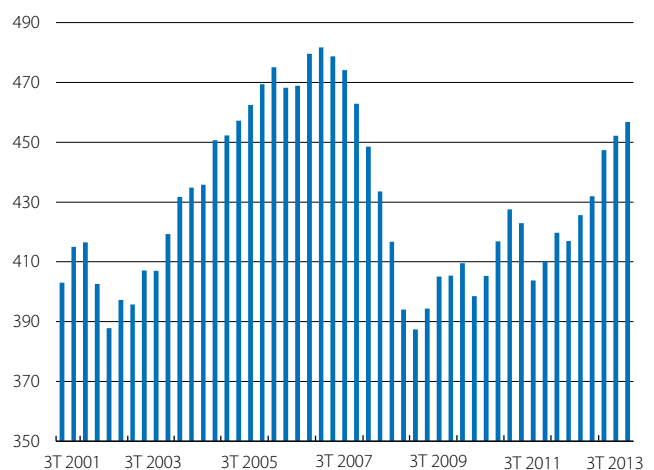
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

EE. UU.: patrimonio neto de los hogares

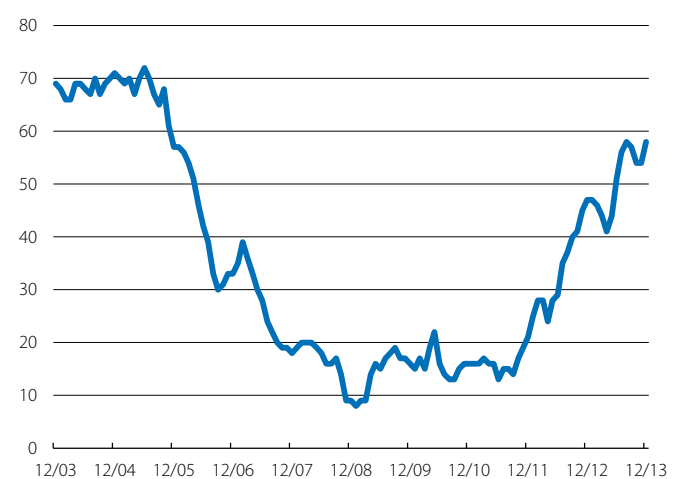
(% del PIB)



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

EE. UU.: índice de ventas de viviendas

Nivel



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

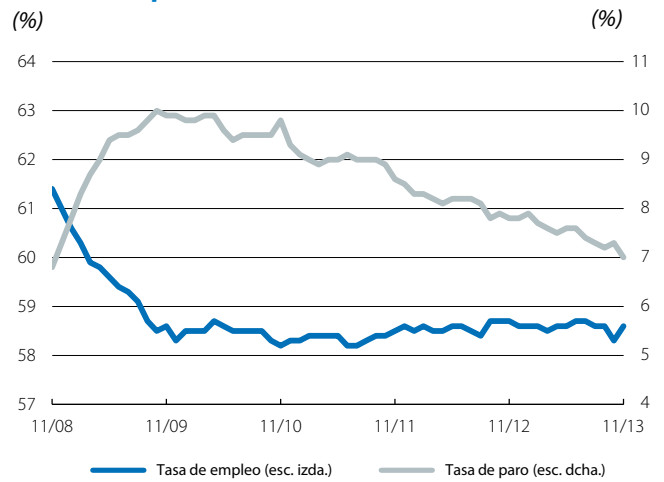
El empleo volvió a sorprender positivamente en noviembre, pero con matices. Los 203.000 empleos creados y el descenso de la tasa de paro desde el 7,3% hasta el 7,0% sugieren que la recuperación del mercado laboral incrementa el ritmo. Sin embargo, la valoración del dato de empleo tiene una doble vertiente. En el corto plazo, el repunte es positivo y se suma a los indicadores que sugieren un aumento de la actividad en la recta final de 2013. Sin embargo, de cara a 2014 y 2015, la recuperación prevista del mercado laboral resulta excesivamente lenta si se tiene en cuenta la tasa de empleo (proporción de empleados respecto a la población mayor de 16 años) que en noviembre se situó en un escaso 58,6%, una mejora nula desde enero de 2013. Es decir, una gran parte de la disminución de la tasa de paro se debe al aumento de personas desanimadas que abandonan el mercado laboral (ni trabajan ni buscan trabajo) y, por tanto, dejan de contabilizar como parados. Con el nivel actual de desanimados, solo haría falta crear 814.000 nuevos empleos para alcanzar el objetivo de paro del 6,5% establecido por la Reserva Federal, cuatro meses de espera al ritmo alcanzado en noviembre. Pero, si se incluye en este objetivo disminuir la proporción de desanimados a niveles precrisis, y aún teniendo en cuenta el envejecimiento de la población, serían necesarios 4,6 millones de empleos adicionales, lo que significaría una espera cercana a los dos años.

La Fed iniciará el tapering en enero de 2014, pero mantendrá los tipos bajos hasta mediados de 2015. La Fed decidió iniciar el proceso de reducción de compra de bonos a partir de enero, rebajando el nivel de compras mensual de bonos de 85.000 a 75.000 millones de dólares. La política monetaria será acomodaticia a las condiciones macroeconómicas, teniendo en cuenta la lenta recuperación del empleo mencionada, así como la ausencia de tensiones inflacionistas. En noviembre, el IPC se situó en el 1,2% interanual, algo por encima del registro de septiembre por el efecto del petróleo, mientras que el IPC subyacente, que excluye energía y alimentos, subió un 1,7% interanual, igualmente moderado.

JAPÓN

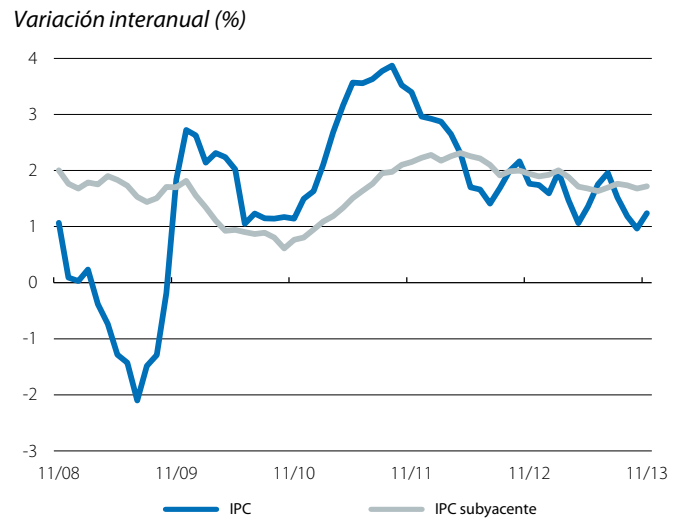
El crecimiento pierde fuerza. El crecimiento de Japón en 3T fue revisado a la baja, pasando del 1,9% al 1,1% intertrimestral anualizado, lo que deja nuestra previsión de crecimiento para el conjunto de 2013 en el 1,6%. El desglose por componentes no es favorable. La inversión en equipo y las exportaciones, los motores del crecimiento en los últimos años, flaquearon. El retroceso exportador que mostraron los datos de la balanza comercial de noviembre se añade a esa debilidad. Parece que, una vez superado el efecto inicial de la depreciación del yen, el impulso del sector exterior no ha tenido continuidad. Asimismo, destaca la desaceleración que ha sufrido el consumo privado a lo largo del año, con un crecimiento intertrimestral anualizado que ha pasado del 4,0% en 1T al 0,8% en 3T. Esta desaceleración obligará a tomar medidas fiscales que compensen la subida del IVA prevista para abril de 2014. En este sentido, el índice Tankan de sentimiento empresarial de 4T

EE. UU.: empleo



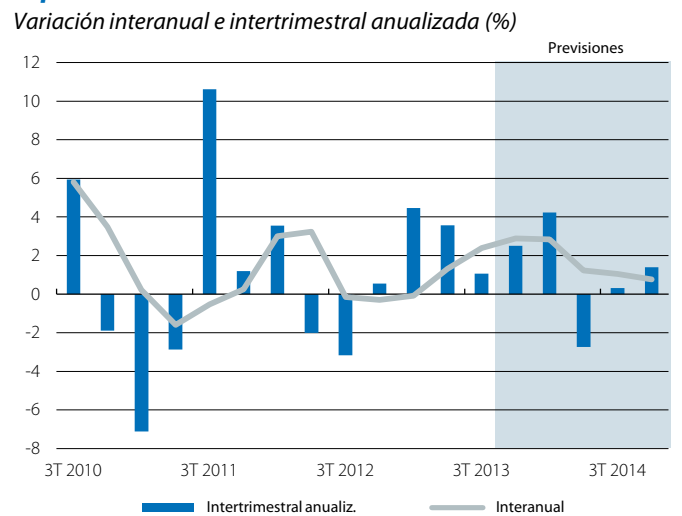
Nota: Tasa de empleo definida como proporción de ocupados en relación con la población mayor de 16 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Departamento de Trabajo.

EE. UU.: IPC



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

Japón: PIB



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

mejoró, aunque muestra un descenso en las expectativas para 1T 2014.

La salida de la deflación aporta una nota positiva. El IPC de noviembre subió un 1,6% interanual y, más significativamente, el IPC subyacente (sin contar la energía ni los alimentos) subió un 0,5%, el registro más alto desde agosto de 1998. Esto constituye un espaldarazo al *Abenomics*, el conjunto de políticas expansivas adoptadas por el primer ministro Shinzo Abe.

CHINA

Los indicadores de actividad de China siguen siendo robustos, inscritos en la lenta transición hacia un modelo de crecimiento con mayor peso del consumo. La demanda exhibe un buen tono, tal como atestigua el avance del 13,7% de las ventas minoristas en noviembre. Los indicadores de oferta como el PMI y la producción industrial se mostraron algo más contenidos, aunque siempre dentro de una tónica sólida. El sector exterior también contribuyó a reforzar la actividad, con un notable auge exportador. La inversión urbana en capital fijo desaceleró, pero la tasa de crecimiento en el acumulado enero-noviembre fue de un respetable 19,9% interanual. Las tensiones inflacionistas son contenidas, con un IPC que subió un moderado 3,0% en noviembre. La cifra es del 1,8% excluyendo alimentos y energía. Asimismo, el nuevo primer ministro Xi Jinping se está mostrando más comprometido en acometer reformas estructurales que su antecesor Hu Jintao.

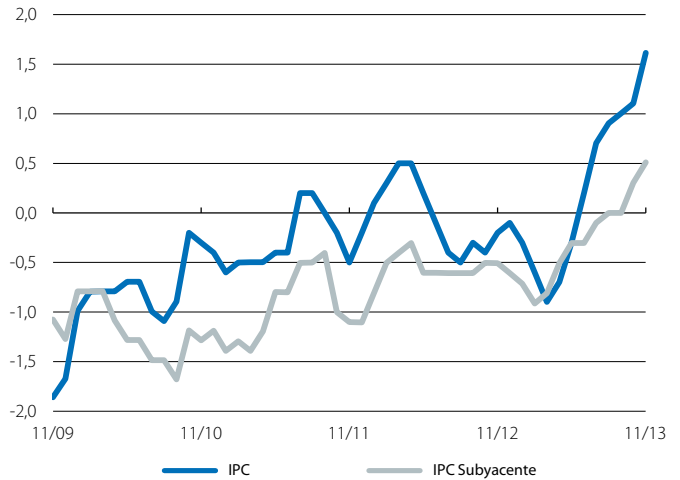
OTROS GRANDES EMERGENTES

India y Brasil no consiguen dominar las tensiones inflacionistas. En India, los precios mayoristas subieron un 7,5% interanual en noviembre, mientras que en Brasil el IPC creció un 5,8%. La necesidad de controlar la inflación en un entorno de bajo crecimiento deja poca capacidad de maniobra a los bancos centrales. En este sentido, los datos de PIB de 3T no depararon sorpresas en India, con un avance del 4,8% interanual que deja en el 4,7% nuestra previsión para 2013, una cifra muy por debajo de las cotas registradas en un pasado no lejano. Por el contrario, Brasil decepcionó con un PIB que retrocedió respecto a 2T y acumuló un pobre 1,8% interanual. La economía brasileña debería beneficiarse en el tramo final del año de políticas fiscales expansivas y alcanzar un avance del 2,4% en el conjunto de 2013. En ambos casos los desequilibrios macroeconómicos, tanto internos como externos, son grandes en un contexto de lentitud reformista.

Turquía sorprende al alza, con un PIB que creció un 4,4% interanual gracias al repunte inversor y a un consumo que mantuvo el buen tono. Los datos de actividad, sumados al IPC de octubre del 7,3%, que, aunque en una dinámica de desaceleración, sigue siendo excesivamente elevado, obligarán a acometer ajustes fiscales. Rusia, por su parte, está en fase de desaceleración, con un PIB que creció un 1,2% interanual en 3T (para más detalles, véase el Focus «Rusia en la encrucijada»).

Japón: IPC

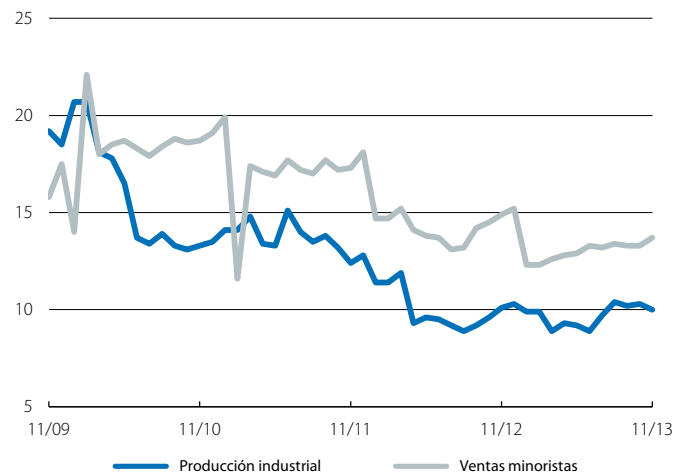
Variación interanual (%)



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

China: indicadores de actividad

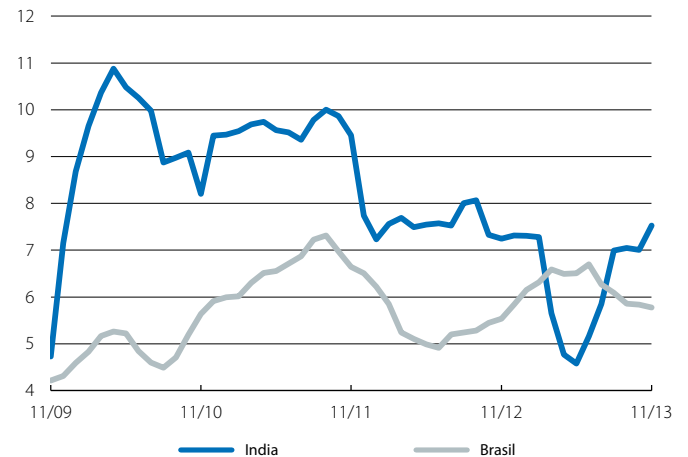
Variación interanual (%)



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

India-Brasil: IPC (*)

Variación interanual (%)



Nota: (*) India, precios de venta al por mayor.

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

FOCUS · EE. UU.: menor ajuste e incertidumbre fiscal para 2014

El crecimiento económico norteamericano recibirá el apoyo de una fiscalidad más benigna y más calmada en términos de incertidumbre en 2014. En particular, el FMI prevé un ajuste fiscal del 1,1% del PIB este año, frente al 2,6% de 2013. Por su parte, los riesgos de un bloqueo político que impida aumentar el techo de la deuda estadounidense (máximo legal de deuda que puede contraer el Estado) se han reducido ante la mejor situación presupuestaria y el reciente acuerdo alcanzado entre demócratas y republicanos sobre el *sequester*.

El menor ajuste fiscal en 2014 se explica tanto por el lado de los ingresos como de los gastos. Así, por el lado de los ingresos, en 2013 la recaudación impositiva se vio inflada por el efecto puntual de que muchos hogares con retribuciones elevadas traspasaron ganancias de 2013 a 2012 en vistas de unas condiciones que anticipaban desfavorables. Este no será el caso en 2014, ya que las previsiones de crecimiento se sitúan significativamente por encima de las de 2013 (2,9% frente al 1,8%).

Por el lado de los gastos, el efecto del *sequester* previsto para 2014 será inferior al de 2013, tanto por las menores reducciones automáticas previstas como por los compromisos que se espera que se alcancen en aras de suavizar dichas reducciones. A modo ilustrativo, este mismo diciembre el comité bipartidista, compuesto por líderes demócratas y republicanos, acordó retirar algunos de los recortes automáticos previstos por el *sequester* (por un valor de 63.000 millones de dólares).

Además del menor efecto *sequester* en 2014, hay que tener en cuenta que la reducción del gasto en 2013 se vio afectada por una importante disminución en la partida de defensa (del 6,6%) y en la de prestaciones por desempleo (del 24%), que estimamos temporales en ambos casos. Por último, el cierre administrativo que sufrió EE. UU. en el mes de octubre se añade al ajuste de 2013, ya que supone una reducción adicional del gasto público que será compensada, con toda probabilidad, por un mayor gasto en 2014. Esto podría rebajar aún más el ajuste estimado por el FMI para 2014.

En relación con la incertidumbre fiscal, el techo de deuda, que solo puede ser aumentado con la conformidad de las dos cámaras del Congreso, sigue siendo un riesgo que planea sobre las finanzas del país. Este tope legal nació como un instrumento de control de gasto, pero su aumento del 30% del PIB en 1973 al 100% actual levanta dudas sobre su utilidad real.

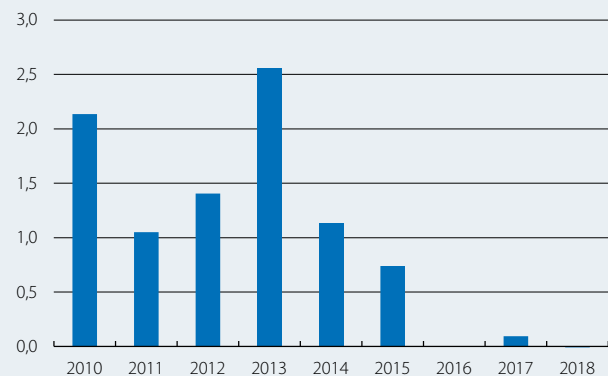
Sin duda, la imposibilidad de endeudarse que impondría el techo de deuda tendría consecuencias más amplias que el cierre administrativo del pasado octubre. El Estado, obligado a mantener el servicio de su deuda, se vería obli-

gado a efectuar reducciones drásticas de gasto. Precisamente, el 7 de febrero de 2014 quedará sin efecto la suspensión del techo de deuda acordada este octubre. El Tesoro dispone de un colchón de 200.000 millones de dólares que daría margen a las arcas del Estado hasta mediados de marzo. En el mejor de los casos, hasta principios de abril.

Con todo, la percepción negativa, por parte de la opinión pública, del bloqueo político que condujo al *shutdown* de otoño reduce significativamente la incertidumbre sobre el techo de deuda. La sorprendente rapidez con la que el comité bipartidista alcanzó un acuerdo para suspender el *sequester* el pasado diciembre es la mejor prueba de que los distintos partidos han entendido que, para no ser castigados en los sondeos políticos, deben actuar con celeridad y determinación.

EE. UU.: ajuste fiscal

(% del PIB)

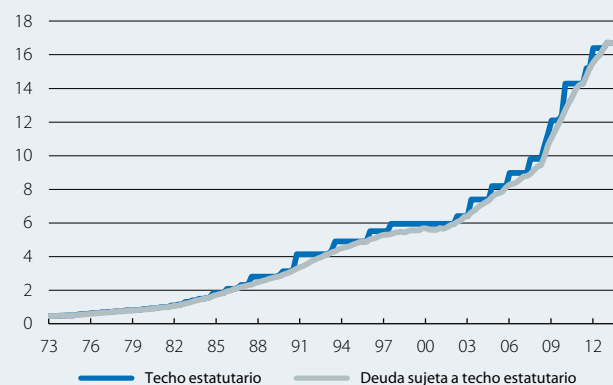


Nota: Ajuste fiscal: diferencia entre el saldo público de un año y el del año anterior, en % del PIB.

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

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

(Billones de dólares)



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

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

FOCUS · Rusia en la encrucijada

Entre las economías emergentes, Rusia está sorprendiendo negativamente por sus resultados recientes en materia de crecimiento. De cumplirse con las previsiones del FMI, Rusia habría crecido un pobre 1,5% en 2013. Entre los grandes emergentes, solo México registraría un crecimiento menor en dicho ejercicio. Este comportamiento suscita interrogantes sobre las posibilidades económicas del país, tanto a corto como a medio plazo.

La dinámica a corto plazo ha venido presidida por la debilidad de las exportaciones (lastradas por la menor demanda energética de la eurozona), la atonía del consumo público y el pulso débil de la inversión privada. Como resultado, el crecimiento aflojó hasta el 1,2% interanual en 2T, y repitió ese mal registro en 3T. El cuarto trimestre no parece haber sido mucho mejor. Sin embargo, para 2014, cabe esperar que la recuperación de la eurozona reavive la demanda exterior rusa. Tras el tirón inicial de las exportaciones, llegaría el turno de la inversión. Asimismo, las perspectivas alcistas de las cotizaciones de materias primas energéticas deberían facilitar un apoyo apreciable al crecimiento, ya que las exportaciones de petróleo, gas y productos derivados representan un 17% del PIB. Todo ello hace esperar que Rusia crezca un 3,0% en 2014. A pesar de este previsible rebote, nuestro pronóstico es que el gigante euroasiático solo crecerá en promedio un 3,4% en los próximos cinco años, una cifra claramente inferior a la de otros emergentes, tesis que, además, difícilmente variará en las dos próximas décadas. ¿Qué factores explican que, en un contexto de recuperación global de la actividad, Rusia se quede atrás? Aunque existen diferentes lecturas de la cuestión, muchas de ellas comparten la necesidad de una nueva oleada de reformas estructurales y los efectos de una demografía en retroceso.

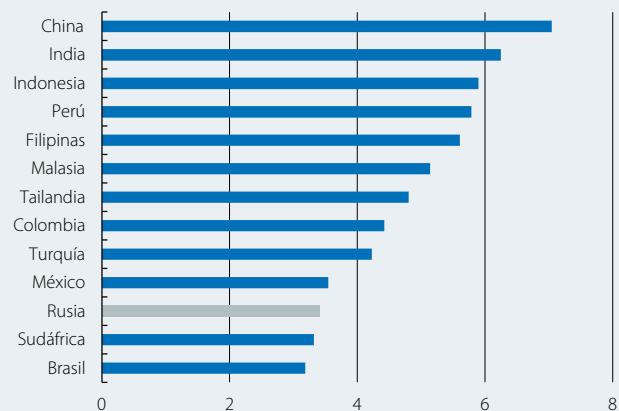
En materia de reformas, existen dos aspectos que se consideran prioritarios. El primero, la superación de una serie de cuellos de botella productivos que se están evidenciando desde mediados de la década de 2000. Por citar un caso especialmente significativo: desde 2004 el crecimiento de la capacidad extractiva de petróleo se ha ralentizado apreciablemente. Ello supone que no se puedan aprovechar con plenitud los episodios alcistas de los precios de las materias primas. Otro ámbito de insuficiencia es el de la inversión pública, especialmente en infraestructuras. Por lo que se refiere a la dinámica de la población, el problema fundamental es que Rusia afronta un declive demográfico abrupto, circunstancia poco común entre las economías emergentes. Entre 2013 y 2035, Rusia perderá 13 millones de habitantes, cerca del 9% de la población actual, fruto de la baja natalidad y de un saldo migratorio positivo pero reducido. En este contexto, Rusia abandonará ya en 2015 lo que se denomina la «venta-

na demográfica» (cuando los menores de quince años suponen menos del 30% de la población y los mayores de 65 años no superan el 15%). Cuando un país está en dicha «ventana», la capacidad productiva y de consumo de la población es, en términos de ciclo demográfico, máxima. En comparación, otro emergente que afronta una demografía complicada, como China, no saldrá de su «ventana demográfica» hasta 2025.

Para paliar esta presión negativa derivada del retroceso y el envejecimiento demográficos, Rusia tendría que acelerar reformas estructurales que impulsaran una recapitalización de la economía (mediante mejoras en su capital humano, tecnológico e infraestructuras), junto a cambios en materia institucional (en especial, en el ámbito de la gobernanza, la justicia y el entorno de los negocios). Todo ello entendido como recetas que promuevan una aceleración permanente de la productividad.

Crecimiento previsto en 2014-2018

Variación anual promedio (%)

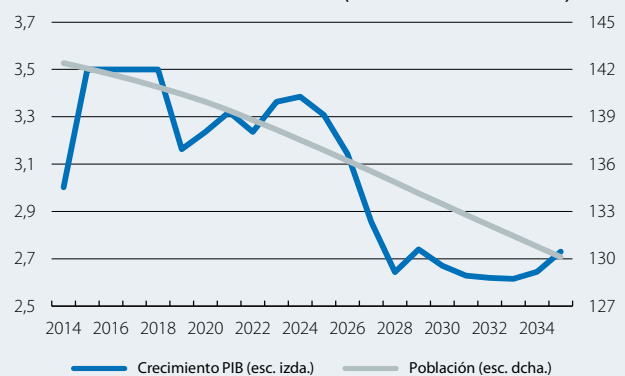


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

Proyecciones de crecimiento económico y población

Variación anual (%)

(Millones de habitantes)



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

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	12/13
Actividad									
PIB real	1,8	2,8	2,0	1,3	1,6	2,0	–	...	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,4	4,9	4,3	3,7	4,2	4,0	4,3	4,5	...
Confianza del consumidor (valor)	58,1	67,1	70,4	62,8	75,1	81,0	72,4	70,4	78,1
Producción industrial	3,4	3,6	2,8	2,4	2,0	2,5	3,4	3,2	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	55,2	51,7	50,6	52,9	50,2	55,8	56,4	57,3	...
Viviendas iniciadas (miles)	611,9	783,2	896	957	869	882	889	1.091	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	140,0	141,3	145	150	157	161	161	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,9	8,1	7,8	7,7	7,6	7,3	7,3	7,0	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	58,6	58,7	58,6	58,6	58,6	58,3	58,6	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	–3,6	–3,3	–3,3	–3,1	–3,0	–2,9	–2,9	...	...
Precios									
Precios de consumo	3,2	2,1	1,9	1,7	1,4	1,6	1,0	1,2	...
Precios de consumo subyacente	1,7	2,1	1,9	1,9	1,7	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	11/13
Actividad								
PIB real	–0,4	1,4	–0,3	–0,1	1,3	2,4	–	...
Confianza del consumidor (valor)	37,7	40,0	40,0	44,1	44,8	44,0	41,2	42,5
Producción industrial	–2,6	0,2	–6,3	–6,5	–3,1	1,9	5,3	6,4
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	–1,3	–5,0	–12,0	–8,0	4,0	12,0	–	16,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,6	4,4	4,2	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	–0,6	–1,4	–1,4	–1,7	–1,9	–2,1	–2,2	–2,3
Precios								
Precios de consumo	–0,3	0,0	–0,2	–0,6	–0,3	0,9	1,1	1,6
Precios de consumo subyacente	–1,0	–0,6	–0,5	–0,8	–0,4	0,0	0,3	0,5

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	11/13
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	13,7
Producción industrial	13,7	10,0	10,0	9,6	9,1	10,1	10,3	10,0
PMI manufacturas (oficial) (valor)	51,4	50,8	50,5	50,5	50,5	50,8	51,4	51,4
Sector exterior								
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	154	231	231	274	272	254	253	267
Exportaciones	20,2	8,0	9,5	18,4	3,9	3,9	5,6	12,7
Importaciones	25,0	4,3	2,8	8,3	5,0	8,4	7,6	5,3
Precios								
Precios de consumo	5,4	2,7	2,1	2,4	2,4	2,8	3,2	3,0
Tipo de interés de referencia ⁽²⁾ (valor)	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,5	6,3	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1

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

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

COYUNTURA · Recuperación en marcha y avances en la unión bancaria

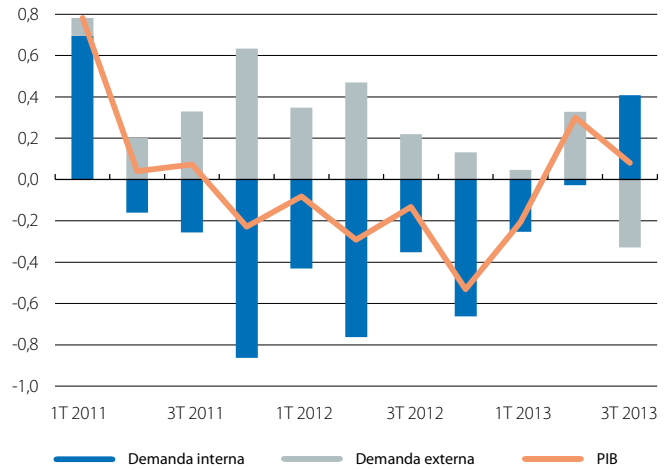
Se confirma el panorama de lenta recuperación para el conjunto de la eurozona. Los últimos datos de confianza siguen marcando el camino de la recuperación y los principales factores que podrían añadir riesgos a la baja al crecimiento de la región parecen estar controlados y van perdiendo fuerza paulatinamente. Las autoridades europeas continúan avanzando hacia la unión bancaria, lo que podría favorecer una mayor fluidez del crédito en el sector privado y ayudar a reducir la fragmentación financiera entre la periferia y el núcleo. La Europa mediterránea asienta su proceso de consolidación fiscal y de corrección de desequilibrios, con cada vez menos presión por parte de las autoridades europeas, lo que facilitará su crecimiento a corto plazo. Todo ello envuelto en un marco de política monetaria expansiva que permite mantener un entorno financiero acomodaticio, a pesar de que la Reserva Federal de Estados Unidos ya haya avanzado que en enero empezará a reducir la compra de activos, aunque manteniendo tipos bajos.

Cambio de papeles entre demanda interna y externa. Se confirma la moderación del crecimiento del PIB del 0,1% en 3T (respecto al 0,3% en 2T). La publicación de las contribuciones a este crecimiento revelan el buen comportamiento de la demanda interna, de la mano de la inversión (incremento del 0,4% intertrimestral) y del consumo público (0,2% intertrimestral). Esta mejora contrasta con el menor dinamismo de la demanda externa, la cual ha sido el motor que ha permitido salir de la recesión hasta el momento. Esta ralentización de las exportaciones netas se ha producido por una reducción tanto de las exportaciones como de las importaciones. De todas formas, es preciso remarcar que la desaceleración de las exportaciones ha sido más pronunciada, en parte, debido al encarecimiento del euro respecto al resto de divisas.

Los indicadores de confianza van en línea con un crecimiento moderado. El indicador de sentimiento económico publicado por la Comisión Europea mantiene en noviembre la tendencia ascendente iniciada hace un año y se sitúa a niveles del verano del 2011. El dinamismo de la confianza alemana y la mejora gradual de las economías de la periferia explican esa senda. El índice para Francia, en cambio, retrocedió por primera vez desde el inicio del año, lo que muestra la debilidad de la economía gala. El mensaje que podemos extraer de los datos del índice PMI, otro indicador de sentimiento empresarial, va en la misma línea: el PMI compuesto para la eurozona aumentó hasta los 52,1 puntos en diciembre (frente a los 51,7 en noviembre), movido principalmente por el aumento del índice de manufacturas que mejoró en 1,1 puntos, a diferencia de la confianza en el sector servicios que se contrajo ligeramente por tercer mes consecutivo. La mejoría de la actividad se apoya en el buen comportamiento de Alemania, que contrasta con la

Eurozona: PIB

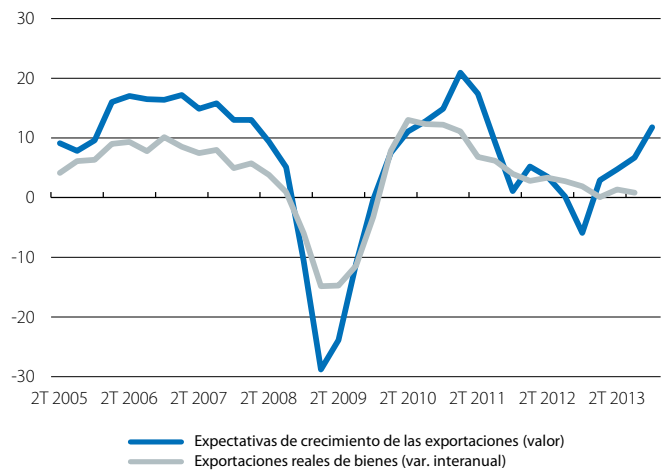
Contribución al crecimiento del PIB y variación intertrimestral (%)



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

Eurozona: exportaciones

Valor y variación interanual (%)

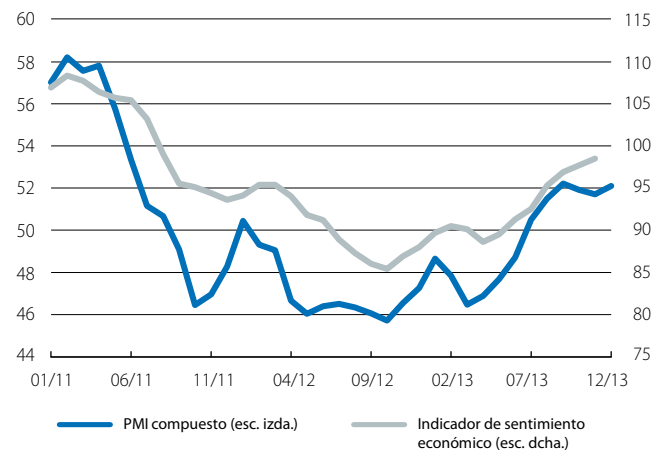


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Eurozona: indicadores de actividad y confianza

(Índice)

(Índice)



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

tendencia a la baja de Francia, cuyo PMI compuesto lleva dos meses consecutivos en zona de contracción económica (véase el Focus «Diferencias en el núcleo de la eurozona»). A pesar de ello, de forma agregada, los PMI siguen en territorio expansivo (por encima de los 50 puntos), lo que confirma que la recuperación de la eurozona se va consolidando lentamente, aunque a distintas velocidades, siendo Alemania la que encabeza la recuperación.

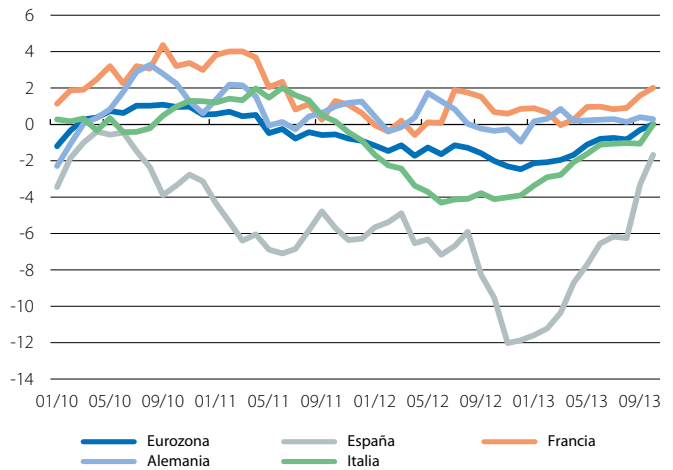
Los datos de actividad son también alentadores para 4T. Los datos publicados para 4T siguen mostrando una tendencia de fondo positiva. La producción industrial de la eurozona en octubre avanzó un 0,2% interanual, un nivel claramente superior al de 3T. Esta tendencia se observa en los principales países de la eurozona. Destaca especialmente el avance que se ha producido en Alemania, del 1,1% interanual, y la notable mejora en España e Italia, que todavía se mantienen en cotas negativas pero mucho menores que hace unos meses. También la evolución de las ventas minoristas es relativamente favorable. En octubre avanzaron un 0,3% interanual para el conjunto de la eurozona. En este caso también es muy destacable la mejora que se está produciendo en España, que ha pasado de registrar tasas de variación interanual del -12% a principios de año, hasta situarse por encima del -2% en octubre. En definitiva, si además tenemos en consideración los indicadores de confianza de 4T para el conjunto de la eurozona, todo parece indicar que habrá una ligera mejoría para final de año.

La destrucción de empleo parece tocar fondo y los precios inician una senda alcista, pero moderada. Los datos de ocupación de 3T muestran una estabilización respecto al trimestre anterior, observándose dos trimestres consecutivos sin que se destruya empleo. Esto, junto con la gradual recuperación económica, sugiere que la creación neta de empleo está cerca. En cuanto a las tendencias por países, Alemania sigue creando empleo con tasas moderadas (0,2% intertrimestral en 3T respecto al 0,1% en 2T), y Francia lleva tres trimestres consecutivos sin destruir ocupación. Sin embargo, lo más destacable son los datos de los países periféricos, algunos de los cuales empiezan a crear empleo con tasas nada despreciables, como es el caso de Irlanda (1,1% en 3T) y Portugal (1,2% en 3T). Con un mercado laboral aún debilitado, la presión en los precios es a la baja. En noviembre, la inflación para el conjunto de la eurozona se situó en el 0,9% interanual, respecto al 0,7% del mes anterior. El aumento de la inflación ha sido generalizado en la mayoría de países de la eurozona debido, en gran medida, a la menor desaceleración de los precios energéticos respecto al año anterior. Aun así, con la estabilización del mercado laboral y la mejora paulatina de la demanda doméstica, esperamos que los precios sigan en esta senda alcista, aunque de forma moderada (véase el Focus «Perspectivas de inflación moderada en la eurozona»).

En 2014 se relaja la senda de consolidación fiscal. Entre 2010 y 2012, los países de la eurozona llevaron a cabo un importante esfuerzo fiscal para contener, en la medida de lo posible, el aumento de la deuda pública. En los presupuestos de 2014

Ventas al por menor

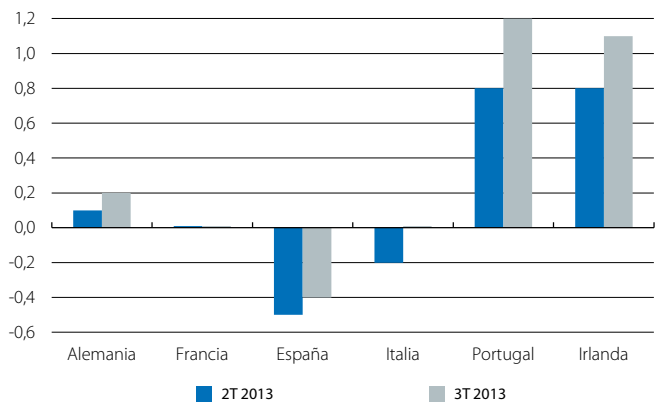
Variación interanual, promedio 3 meses (%)



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

Tasa de crecimiento del empleo por países

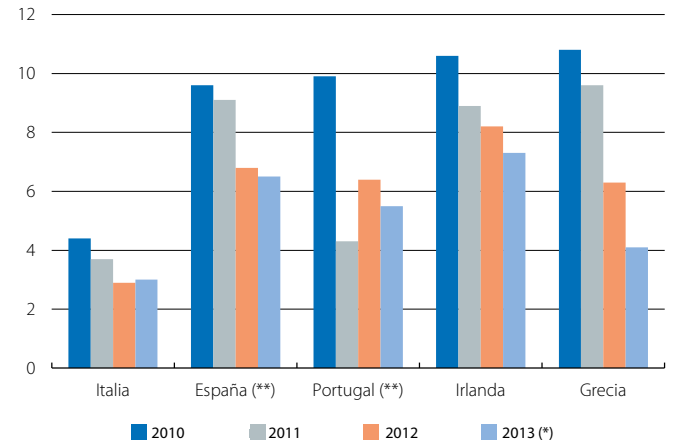
Variación intertrimestral (%)



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

Déficit público de los países de la periferia

(% del PIB)



Notas: (*) Previsiones del FMI.
 (**) Excluye ayudas a la banca.
 Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

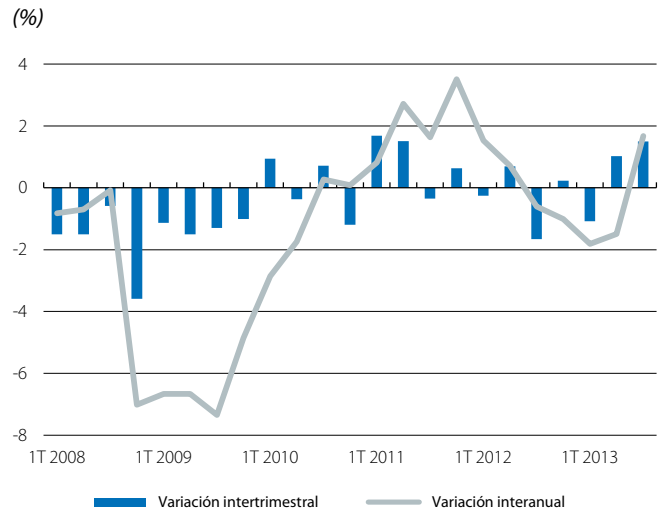
observamos, en general, que se reduce el esfuerzo fiscal que los países periféricos tienen previsto acometer. Asimismo, también se observa que la política fiscal se centra más en los recortes de gasto público que en el aumento de los ingresos, como venía siendo hasta la fecha. Todo ello ayudará a consolidar el proceso de recuperación.

Los países periféricos se apuntan a la recuperación económica. La corrección de los desequilibrios en las economías periféricas no solo se ha dado a nivel de sostenibilidad de las cuentas públicas, sino que también han sido muy importantes los avances en lo que respecta a los desequilibrios externos, las ganancias de competitividad y el desapalancamiento del sector privado. El caso más destacado es Irlanda, país que en diciembre ha dado por finalizado, con éxito, el programa de ayuda financiera de la troika. Asimismo, durante las primeras semanas de enero también se formalizará el fin del programa de recapitalización de las instituciones bancarias españolas y, si todo va según lo previsto, Portugal dará por cerrado su programa en junio. Aunque en este último caso todavía existen importantes interrogantes por resolver, parece que poco a poco la crisis de deuda soberana llega a su fin.

El entorno económico y financiero para las instituciones bancarias sigue siendo un reto. A pesar de que el sector financiero de muchos de los países de la eurozona ya está saneado o en proceso de conseguirlo, el entorno operativo sigue estresado, lo que debilita la rentabilidad de las instituciones. En este contexto, es importante remarcar que en los últimos meses los bancos han empezado a acelerar el ritmo de devolución de las operaciones de refinanciación a tres años (LTRO) concedidas por el BCE. Los bancos están empezando a preparar sus balances para los tests de resistencia que se llevarán a cabo a lo largo del próximo año y que representan el punto de partida del primer pilar de la unión bancaria, el supervisor bancario único.

Avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria mediante un pilar fundamental: la unión bancaria. En diciembre, el Consejo Europeo ratificó el acuerdo alcanzado por los ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (ECOFIN) sobre el mecanismo único de resolución bancaria (MUR). En dicho acuerdo se determina cuándo entrará en vigor el MUR, quién tomará las decisiones y las principales características del fondo común que se creará para ayudar a entidades con problemas de solvencia. El acuerdo alcanzado finalmente ha dejado en manos de los Estados miembros la decisión final de liquidar un banco o la necesidad de recurrir al fondo común para sufragar quiebras y reestructuraciones. Este fondo común dispondrá de una dotación de 55.000 millones de euros, que serán aportados por las propias entidades financieras entre 2016 y 2026. Las instituciones bancarias españolas está previsto que aporten 8.500 millones de euros. Aunque todavía falta la aprobación final del Parlamento Europeo, y a pesar de que este ha mostrado reticencias sobre el acuerdo alcanzado, no se prevén cambios significativos.

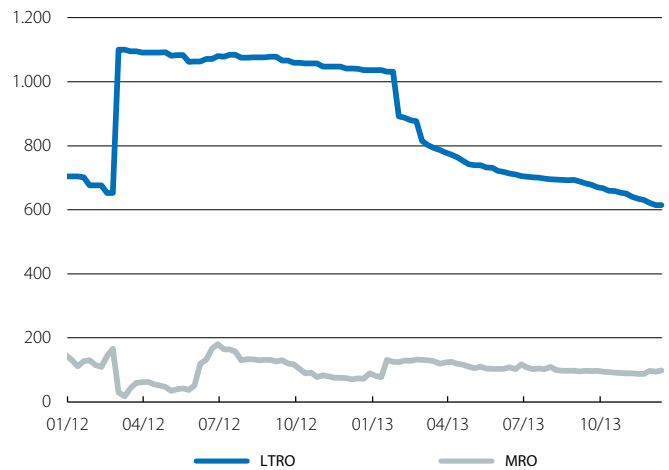
Crecimiento del PIB de Irlanda



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

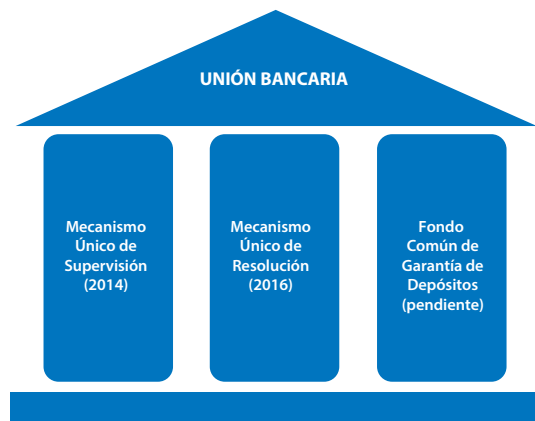
Préstamos del BCE a instituciones financieras

(Miles de millones de euros)



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

Pilares de la unión bancaria



Fuente: "la Caixa" Research.

FOCUS · Diferencias en el núcleo de la eurozona

La eurozona ya lleva dos trimestres presentando tasas de crecimiento intertrimestrales del PIB positivas. Seis trimestres después de que la economía volviera a recaer, parece que finalmente se ha encarrilado la senda de la recuperación. No obstante, este crecimiento agregado a nivel de la eurozona esconde diferencias, no solo entre núcleo y periferia, sino también entre los dos grandes países: Alemania y Francia. La tasa de crecimiento intertrimestral que ambos han mostrado durante los últimos dos trimestres no es muy distinta, 0,4% en promedio en Alemania frente al 0,2% en Francia, pero varios indicadores apuntan a que estas disparidades se podrían mantener en los próximos trimestres, o hasta podrían aumentar.

Uno de los indicadores que ha puesto el debate sobre la mesa es el índice PMI, que suele predecir con alta fiabilidad la trayectoria que seguirá el PIB en el corto plazo. Mientras en Alemania este se ha consolidado en registros claramente superiores a los 50 puntos, nivel a partir del cual se suelen registrar tasas de crecimiento positivas, en Francia ha recaído de forma notable durante los últimos meses. Parece, pues, que en 4T 2013 las diferencias de crecimiento entre ambos países, como mínimo, se mantendrán.

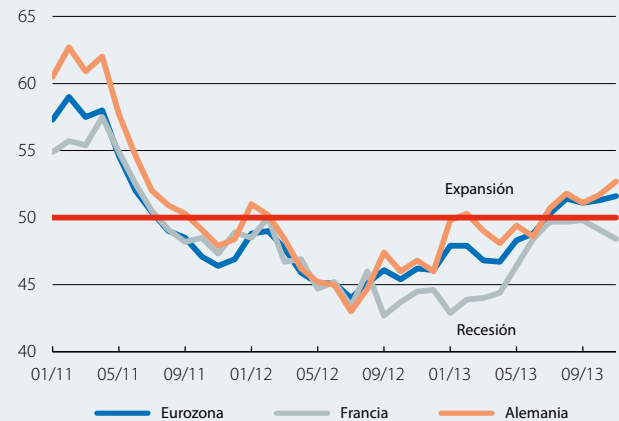
Más allá de las tendencias de corto plazo, los indicadores estructurales de ambas economías, tanto macroeconómicos como del entorno económico, presentan diferencias notables que invitan a pensar que las trayectorias de ambas economías podrían divergir de forma notable en los próximos años. La evolución reciente de los principales indicadores macroeconómicos es muy reveladora. Mientras Alemania ya ha superado claramente el nivel del PIB anterior a la crisis, Francia todavía se encuentra ligeramente por debajo. También se observan diferencias importantes en el mercado laboral. La tasa de paro en Alemania es inferior a la de Francia, y los datos más recientes no sugieren que este diferencial se pueda cerrar a corto plazo. También la evolución del sector exterior es muy distinta. Las exportaciones alemanas han mantenido una notable fortaleza durante los últimos años, exhibiendo una tasa de crecimiento anual promedio del 7,7% entre 1T 2010 y 3T 2013. En cambio, en Francia la tasa de crecimiento se ha quedado en el 4,6%. La mayor internacionalización de la economía alemana y la evolución relativa de los costes laborales en ambos países (véase tabla adjunta), hace pensar que esta diferencia se puede mantener en los próximos trimestres.

Los índices que intentan medir la situación del entorno económico, por otro lado, tienden a reflejar las tendencias de fondo de una economía y, por tanto, suelen ser un buen indicador de la capacidad de crecimiento a largo plazo. El índice de competitividad que computa el World

Economic Forum es muy útil en este sentido. En cinco de las áreas más relevantes, Alemania presenta una mejor situación. Las diferencias en infraestructuras y capacidad tecnológica son menores. Las grandes diferencias las encontramos en instituciones, eficiencia del mercado laboral y, en menor medida, innovación. La buena noticia para Francia es que son diferencias que se pueden subsanar con reformas estructurales. Sin embargo, la falta de voluntad política y social para hacerlo no permite ser muy optimistas.

Indicador de actividad

(Índice PMI de manufacturas)



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

Diferencias estructurales entre Alemania y Francia

Indicadores macroeconómicos	Alemania	Francia
PIB		
Nivel PIB respecto a máximo antes de la crisis ^(*)	102,6	99,7
Tasa de paro		
Promedio de los últimos 3 años	6,2	9,9
Saldo público		
% PIB, 2012	0,1	-4,8
Exportaciones^(**)		
Promedio 1T 2010-3T 2013 (var. %)	7,7	4,6
Coste laboral unitario		
Nominal, cambio de los últimos 10 años (%)	7,6	20,9
Indicadores del entorno económico^(***)		
Infraestructuras	3	4
Capacidad tecnológica	14	17
Innovación	4	19
Instituciones	15	31
Eficiencia del mercado laboral	41	71

Notas: (*) Nivel máximo antes de la crisis = 100.

(**) Exportaciones de bienes y servicios en términos reales.

(***) Posición en el ranking del índice de competitividad calculado por el WEF.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y World Economic Forum.

FOCUS · Perspectivas de inflación moderada en la eurozona

En la reunión de noviembre del Consejo de Gobierno del BCE, Mario Draghi sorprendió anunciando una reducción del tipo de interés de referencia. La tasa de inflación de la eurozona ha mostrado una tendencia bajista durante los últimos meses y, de hecho, en noviembre se situó en el 0,9%, lejos del 2% que el BCE tiene como objetivo. Si bien las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen firmemente ancladas, Mario Draghi enfatizó que existía el riesgo de que la eurozona experimentara un periodo prolongado de bajos niveles de inflación. ¿Será así?

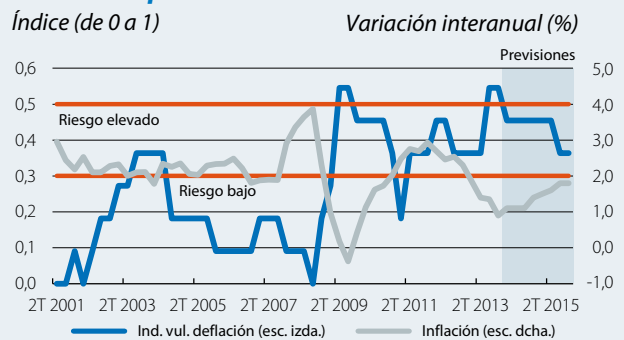
Una forma relativamente sencilla para determinar la probabilidad de que la eurozona entre en un periodo en el que la inflación se mantenga en cotas bajas durante un periodo largo de tiempo, o incluso en deflación, es utilizar un índice⁽¹⁾ que resume las condiciones económicas bajo las cuales, históricamente, se han producido episodios de esta índole. Ciertamente, como se muestra en el primer gráfico, dicho índice ha cruzado la línea a partir de la cual el riesgo de deflación es elevado. Además, si extrapolamos la evolución de dicho índice de acuerdo con nuestro escenario de previsiones para los próximos dos años, el índice de riesgo de deflación desciende, pero se mantiene por encima del promedio de los últimos años. Parece, pues, que la preocupación del BCE está fundamentada; el riesgo de deflación es pequeño, pero probablemente la eurozona se adentre en un periodo durante el cual la inflación se mantendrá en cotas bajas.

Uno de los principales motivos por los que la variación de los precios se mantendrá a niveles bajos durante los próximos años es el exceso de capacidad instalada que existe en la eurozona. Como se advierte en el tercer gráfico, el PIB de la eurozona está claramente por debajo del PIB potencial, lo que evita que haya presiones sobre los precios. Además, si bien es cierto que el proceso de recuperación irá reduciendo el diferencial entre el PIB y el PIB potencial, parece que sucederá de forma muy gradual. Otro de los factores que contribuirá a que las presiones sobre los precios se mantengan contenidas son las mejoras en competitividad-precio que están llevando a cabo los países periféricos. Estos países son los que, tradicionalmente, habían empujado la tasa de inflación al alza y, en la medida en la que sean capaces de mantener las actuales mejoras de competitividad, en los próximos años ejercerán una presión a la baja en la tasa de inflación.

En este sentido, es importante destacar que para países como España, que están llevando a cabo un importante

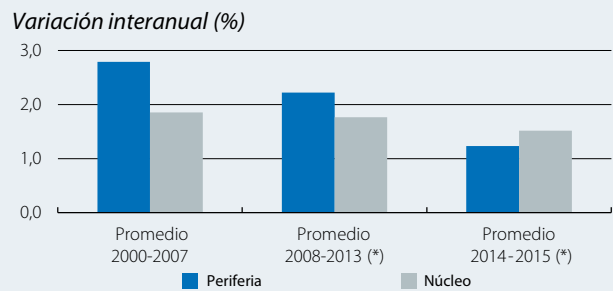
ajuste de competitividad, el contexto europeo supone un importante hándicap. Como se observa en el mismo gráfico, la diferencia entre el PIB actual y el PIB potencial es mayor en España que en la eurozona, por lo que la inflación será previsiblemente inferior. Así pues, es importante que el BCE utilice todos los instrumentos a su alcance para situar de nuevo la inflación en el 2%, como mínimo, puesto que, al fin y al cabo, la tasa de inflación para el conjunto de la eurozona se determinará por las condiciones monetarias.

Indicador de vulnerabilidad a la deflación e inflación para la eurozona



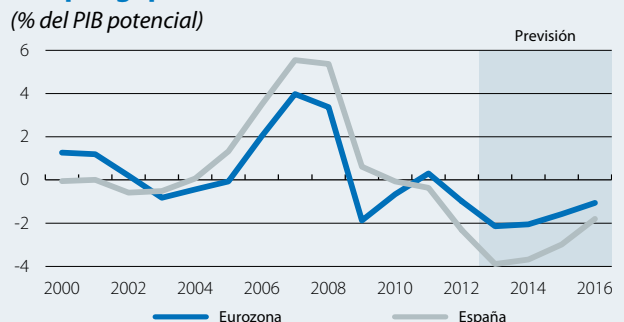
Nota: Las previsiones del índice están calculadas con nuestras previsiones del PIB y del IPC, y manteniendo constantes el resto (considerado como un escenario adverso).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Datastream.

Inflación en la periferia y el núcleo de la eurozona



Nota: (*) Previsiones. La periferia consiste en un promedio de España, Grecia, Italia y Portugal, y el núcleo de Alemania, Holanda y Francia.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y del FMI.

Diferencial entre el PIB y el PIB potencial (output gap)



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

(1) El indicador utilizado contiene información de índices de precios, indicadores financieros y de crédito, indicadores de actividad y agregados monetarios. Para más información véase «Gauging Risks for Deflation», Decressin J. y Laxton D., IMF staff position note, 2009 o «Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options», Kumar y otros, IMF Occasional Paper 221, 2003.

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	12/13
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,3	-1,7	-2,6	-2,0	-0,8	-0,2	-0,1	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,5	-2,5	-3,2	-2,3	-1,0	-1,1	0,2	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,3	-26,2	-23,7	-20,9	-16,0	-14,5	-15,4	-13,6
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	51,6	...
PMI servicios	52,6	47,6	46,9	47,6	47,5	50,9	51,6	51,2	...
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,3	-0,7	-0,7	-1,0	-1,0	-0,8	-	...	-
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	10,2	11,4	11,8	12,0	12,1	12,1	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	3T 2013	10/13	11/13
Saldo corriente: zona del euro	0,1	1,5	1,5	1,8	2,1	2,3	2,4	...
Alemania	6,2	7,0	7,0	6,9	7,0	7,0	7,1	...
Francia	-1,8	-2,2	-2,2	-2,1	-1,7	-1,6	-1,6	...
Italia	-3,1	-0,4	-0,4	0,1	0,3	0,6	0,8	...
España	-3,8	-1,1	-1,1	-0,2	0,4	0,7	0,8	...
Tipo de cambio efectivo nominal ⁽¹⁾ (valor)	103,4	97,9	97,9	100,7	100,8	101,9	102,8	102,6

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	3T 2013	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	-2,8	-2,9
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	2,7	1,2	0,7	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁽³⁾ (%)	2,8	2,4	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	...
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	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	1,4	4,1	7,2	8,0	9,4	7,7	7,4	7,2
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	1,9	1,0	0,1	0,2	0,1	-1,2
Instrumentos negociables	-5,5	0,5	-3,2	-9,7	-15,5	-17,2	-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	1,8	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.

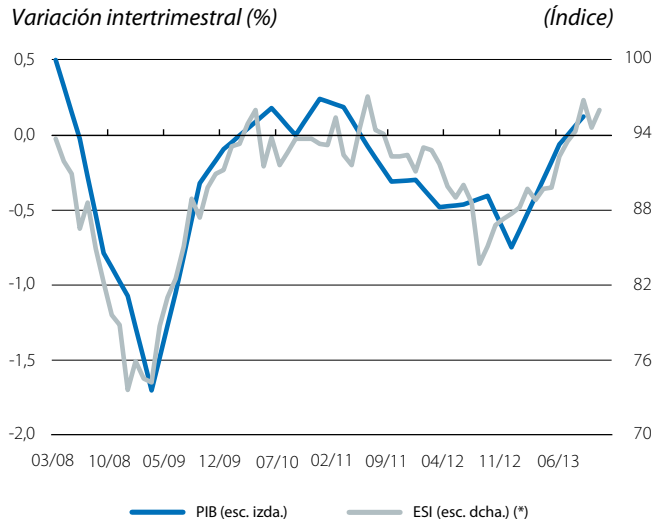
COYUNTURA · 2014: consolidación de la reactivación económica

La economía española se despidió de 2013 con datos que invitan al optimismo. Los indicadores de alta frecuencia de 4T 2013 confirman el crecimiento iniciado el trimestre anterior y, de hecho, sugieren cierta aceleración en el ritmo de avance de la actividad económica en el tramo final del año. Nuestra previsión se sitúa en esta línea: esperamos un aumento del PIB del 0,2% intertrimestral en 4T 2013, una décima por encima del registro del trimestre anterior. Esta previsión podría verse incluso superada debido al dinamismo que ha mostrado la demanda interna durante los últimos meses. Parte de este repunte es resultado de factores temporales, como la mejora de las perspectivas a corto y a medio plazo que está teniendo lugar, por lo que mantenemos la previsión de crecimiento para el conjunto de 2014 en el 0,8% anual, una tasa que no se alcanzaba desde 2008. Se trata, por tanto, de un escenario alentador. 2014 se perfila como el año clave para apuntalar los pilares que deben apoyar el crecimiento futuro de la economía española.

La confianza en el despegue de la economía española aumenta. La reciente doble recesión exige cierta cautela a la hora de valorar los factores que sustentan la recuperación. Sin embargo, el riesgo de una nueva recaída parece limitado. A diferencia de 2011, las reformas adoptadas en los últimos años permiten recuperar la confianza en un crecimiento sostenible a largo plazo. Una percepción que se ha visto reforzada a medida que se observaban importantes avances en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos presentes al inicio de la crisis. Ello se refleja en la mejora, en la segunda mitad de 2013, de las previsiones del consenso de analistas respecto al crecimiento de 2014 (del 0,2% anual en agosto hasta el 0,6% en diciembre). Sin embargo, el esfuerzo reformador no debe decaer. La agenda de reformas acordada con la Comisión Europea el año pasado exige adoptar nuevas medidas en 1T 2014 y, además, en el informe exhaustivo de la Comisión Europea que se presentará en abril la lista de tareas pendientes podría aumentar.

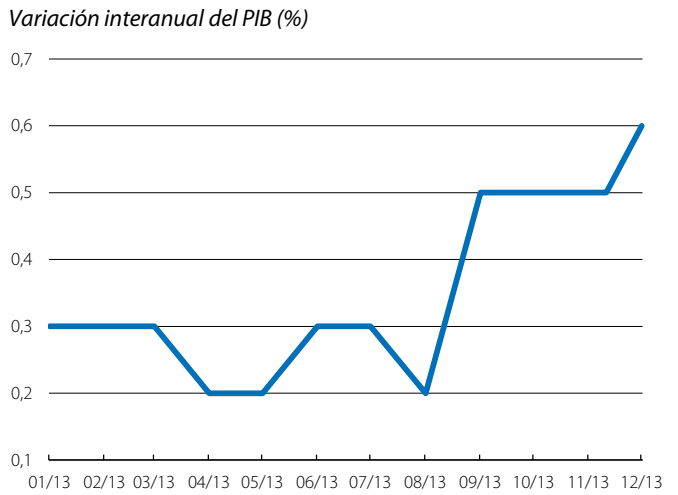
Reequilibrio de los apoyos al crecimiento: la demanda interna sigue ganando tracción. En 2014 el crecimiento de la actividad se apoyará, además de en el sector exterior, en una mejora paulatina de la demanda interna. Por un lado, el consumo privado sigue mejorando. Las ventas minoristas mantuvieron su tendencia ascendente en noviembre y regresaron al terreno positivo, con una tasa de crecimiento del 2,8% interanual. La mejora de las expectativas que rodean el escenario laboral refuerza esta tendencia. Por el otro lado, los indicadores de oferta muestran una reactivación de la actividad industrial que consiste en nuevos avances de la inversión. En este sentido, destaca la mejora de la utilización de la capacidad productiva desde 2T 2013. A finales de año, esta ya alcanzaba el 75,4% del total de capacidad, acercándose a su media histórica (ligera-mente por encima del 80%). Por tanto, la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB parece garantizada.

Indicadores de actividad



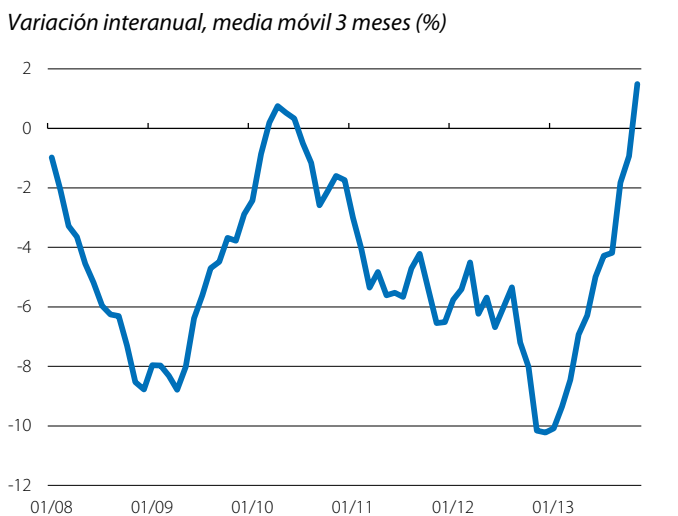
Nota: (*) Índice de sentimiento económico de la Comisión Europea.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Comisión Europea y del INE.

Evolución de las previsiones de crecimiento del consenso de analistas para 2014



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

Ventas minoristas



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

El cambio de tendencia del mercado laboral está cada vez más próximo y ayudará a dar aliento al consumo privado.

Las expectativas de los consumidores acerca de la evolución del desempleo en los próximos meses han mejorado significativamente, lo que podría haber dado pie a decisiones de consumo que hasta el momento se habían pospuesto. Según nuestras previsiones, en 2014 se volverá a crear empleo neto, con un aumento del número de ocupados del 0,3% anual, un hecho que no ocurría desde 2007. Los datos disponibles de 4T 2013 avanzan en consonancia con este escenario. A pesar de que noviembre suele ser un mes de destrucción neta de empleo, en 2013 el número de afiliados registró la menor caída de los últimos tres años (disminuyó en 66.800 personas respecto a octubre), lo que pone de manifiesto cierta estabilización del mercado laboral. Sin embargo, esta nueva mejora debe analizarse con reserva ya que se debe, en parte, al aumento del número de afiliados en los sectores de no mercado (aquellos que conforman el sector público). De cara a 2014, el Gobierno ha aprobado nuevas medidas laborales que deberían mejorar la flexibilidad del mercado laboral (véase Focus «La creación de empleo en España está cerca»).

El repunte de la demanda interna aleja los riesgos de deflación.

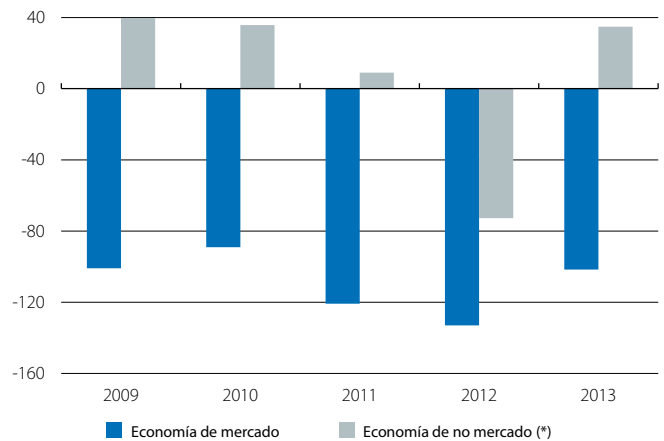
La inflación volvió al terreno positivo en noviembre (al pasar del -0,1% en octubre al +0,2%) y puso fin a la senda decreciente iniciada en julio. Este cambio de tendencia se explica, en gran medida, por la mejora de la demanda interna y la menor presión a la baja por parte de los precios energéticos, dos factores que muy probablemente se mantengan en los próximos meses. Es por ello que esperamos que la inflación se mantenga en terreno positivo en diciembre de 2013 y presente nuevos aumentos en 2014, que situarán la inflación en el 1,0% en diciembre (0,8% en el promedio del año).

El sector exportador seguirá impulsando la economía en 2014.

La economía española ha completado, en los últimos cinco años, uno de los mayores ajustes del desequilibrio exterior entre los países de la zona del euro, pasando de un déficit por cuenta corriente del 10,6% en 2T 2008 a un superávit del 0,7% en 3T 2013. Esta corrección ha sido posible, tanto por el buen ritmo de las exportaciones como por la debilidad de las importaciones. A medida que la demanda interna gane tracción, el ritmo de mejora del superávit comercial es de esperar que decaiga, pero de momento no parece que el proceso haya llegado a su fin. Las importaciones de octubre volvieron a crecer por segundo mes consecutivo (+1,1% interanual) mientras que las exportaciones redujeron significativamente su ritmo de avance (1,8% interanual frente a 4,4% en 3T) lastradas por la debilidad de las ventas fuera de la zona del euro (en especial hacia Estados Unidos, Rusia y China, con caídas interanuales del 16,8%, 10,0% y 8,2%, respectivamente). Sin embargo, consideramos que esta disminución del comercio no comunitario es pasajera, por lo que es de esperar que el ritmo de crecimiento de las exportaciones vuelva a remontar en los próximos meses. La mejora de los pedidos industriales procedentes de fuera de la zona del euro en el mes de octubre (del 5,5% interanual), apoya este escenario.

Afiliados a la Seguridad Social

Variación en noviembre (miles de afiliados)

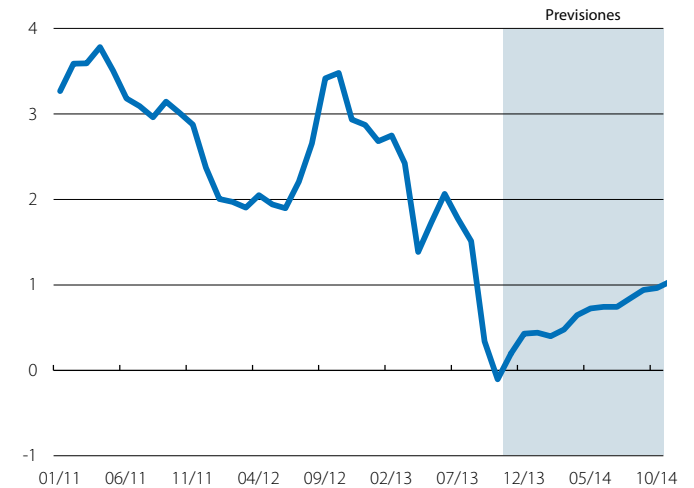


Nota: (*) Sectores O, P, Q, R y S del CNAE-2009.

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

IPC

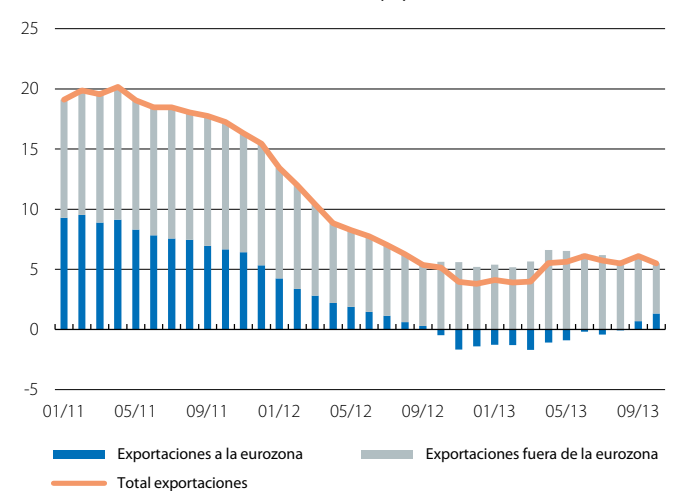
Variación interanual (%)



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

Exportaciones nominales de bienes

Contribución a la variación interanual (%)



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

El desapalancamiento del sector privado sigue reduciendo el crédito bancario y limita la capacidad de crecimiento de la demanda interna. En octubre, la contracción del crédito se mantuvo en el 13,0% interanual, mientras que la tasa de morosidad volvió a escalar, hasta el 13,0% (3 décimas más que en septiembre). El desglose de los datos de 3T 2013 muestra que, aunque la caída es generalizada en todos los sectores, afecta en mayor medida al promotor y constructor (en parte, debido al efecto contable producido por el traspaso de activos a la Sareb). A pesar de esta evolución, la recuperación gradual de la economía debería, poco a poco, facilitar un cambio de tendencia del crédito, con un ritmo de contracción menor a medida que avanza 2014. Este cambio se verá también favorecido por la mejora de la financiación que está experimentando el sistema bancario español debido, en parte, al saneamiento que ha llevado a cabo en los últimos años y que ha permitido que la troika ponga fin al programa de asistencia financiera a la banca.

Primeros signos de estabilización en el mercado inmobiliario. Si primero fueron las compraventas de viviendas las que dieron muestras de haber tocado fondo, ahora es el precio el que empieza a dar señales de haber corregido gran parte del desequilibrio generado antes del estallido de la recesión, con un ajuste que se acerca al 30% nominal (mayor o menor dependiendo de la fuente utilizada). Los indicadores publicados en los últimos meses confirman que la estabilización del precio está próxima: según el INE, el precio de transacción de las viviendas aumentó un 0,7% intertrimestral en 3T 2013. Algo más rezagada va la serie del precio de tasación (del Ministerio de Fomento), que en el mismo periodo aún presentaba una caída del 0,5% intertrimestral. Aunque no se pueden descartar avances puntuales en los próximos trimestres, la debilidad de los factores de demanda (tanto demográficos como económicos) hace que sea más probable que el precio de la vivienda siga retrocediendo en 2014.

La ligera desviación del objetivo de déficit público que se puede producir en 2013 no pone en peligro la consecución del objetivo de 2014. Los datos consolidados del saldo público de 3T no muestran ningún ajuste del déficit en los primeros nueve meses del año (el déficit acumulado en este periodo fue del 4,6% del PIB, 3 décimas más que en el mismo periodo de 2012. Este deterioro se explica, sobre todo, por el aumento del saldo de la Administración central. Los datos disponibles de 4T alertan de una posible desviación del objetivo de déficit para 2013 (fijado en el 6,5% del PIB), especialmente por el lado del saldo del Estado, que en noviembre presentaba un déficit del 4,0% del PIB, 2 décimas por encima del objetivo marcado para el conjunto del año. Aun así, la desviación no pone en riesgo la consecución del objetivo de 2014, del 5,8% del PIB. Este escenario se ve respaldado, en parte, por la reducción de la prima de riesgo de los últimos meses, que se ha situado por debajo de los 230 puntos básicos en diciembre. Esta tendencia ha permitido reducir el coste de financiación medio de la cartera de deuda pública hasta el 3,7%.

Crédito y morosidad por segmentos en 3T 2013

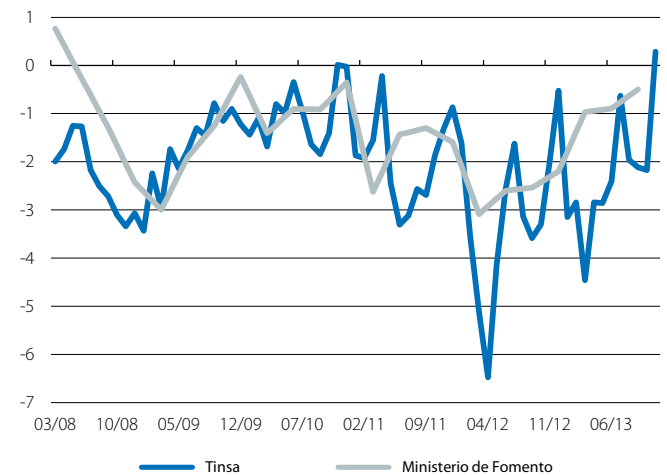
(Millones de euros y %)

	Saldo 3T 2013	Var. interanual	Tasa morosidad
Hogares-vivienda	610.497	-4,5	5,4
Hogares-consumo	113.822	-11,3	10,7
Actividades productivas	713.773	-19,5	19,8
Construcción	62.934	-28,3	31,1
Promotor	195.083	-30,4	33,7
Servicios	318.775	-12,2	12,3
Industria	118.251	-12,5	12,6
Agricultura	18.731	-10,2	12,8
Total	1.481.344	-13,0	12,7

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

Precio de la vivienda (total)

Variación interanual (%)

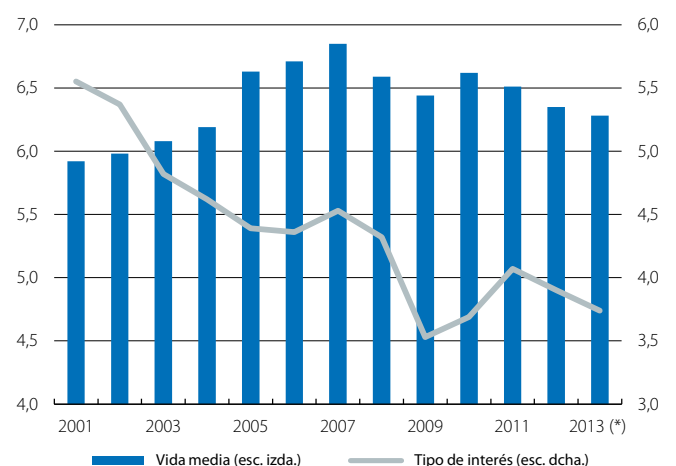


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento y Tinsa.

Vida media y coste medio de la deuda pública

(Años)

(%)



Nota: (*) Datos referentes a noviembre.

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

FOCUS · La demanda interna empieza a despertarse

La economía española cumplió con los pronósticos y retornó a la senda de crecimiento en 3T 2013. Menos esperado fue que la demanda interna se convirtiera en el principal impulsor de la actividad en este periodo: el avance del consumo y de la inversión en bienes de equipo contribuyó en 3 décimas al crecimiento intertrimestral del PIB. A juzgar por la tendencia de los principales indicadores de actividad, la aportación positiva de la demanda interna se consolidará gradualmente en los próximos trimestres.

La capacidad de recuperación de la demanda interna se ve condicionada, en parte, por el proceso de desapalancamiento de los hogares. El análisis de sus cuentas ilustra este efecto. Entre 2000 y 2007, el endeudamiento de las familias permitió satisfacer aquellas necesidades de consumo e inversión (generalmente residencial) que no podían cubrirse ni mediante los recursos generados a través de los salarios u otras rentas (como el cobro de intereses) ni a través de los ahorros acumulados durante los años anteriores. A modo de ejemplo, el aumento de la deuda de los hogares en 2007 (+97.000 millones de euros) permitió financiar una parte importante de su demanda. La realidad de los últimos años ha sido la opuesta. El proceso de desapalancamiento junto con la contracción de las rentas salariales, ha reducido los recursos de los hogares disponibles para el consumo y la inversión.

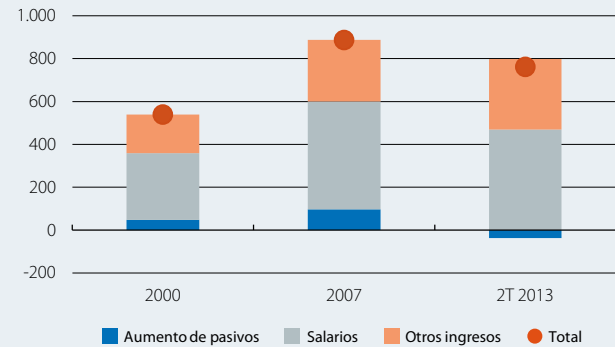
El impacto del desapalancamiento también es evidente en las empresas no financieras. Tras un periodo de intenso aumento de la deuda, empezaron a reducir sus pasivos de forma significativa. La mejora de los beneficios y la reducción de los activos financieros permitieron compensar parte de este efecto, aunque no completamente, por lo que la inversión empresarial se redujo de forma sustancial, debilitando también el crecimiento económico.

Actualmente, a pesar de que el sector privado sigue inmerso en un importante proceso de desapalancamiento, se aprecian algunos signos que indicarían que las presiones sobre el crecimiento económico están empezando a remitir. Un factor que lo ejemplifica es la contracción de la carga financiera de las empresas españolas que, en 2013, se situaba incluso por debajo de los niveles registrados antes de la recesión. Esto facilita la recuperación de la inversión en bienes de equipo, que ya acumula tres trimestres consecutivos de avances.⁽¹⁾ En el caso de los hogares, aunque la carga de los intereses todavía se mantiene por encima del promedio histórico, también presenta una tendencia descendente en los últimos meses. Unos puntos de apoyo nada despreciables para la demanda interna que ayudarán a que, gradualmente, la economía española pueda ir consolidando su senda de reactivación.

(1) La carga financiera se mide como el pago de intereses en relación con el EBE en el caso de las empresas no financieras y la carga financiera respecto a los salarios en el caso de los hogares.

Desglose de los recursos disponibles de los hogares (*)

(Miles de millones de euros)

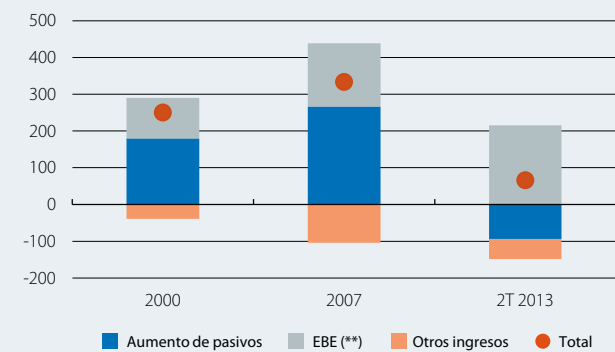


Nota: (*) Calculado como los recursos que son destinados a consumo, inversión o ahorro financiero.

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

Desglose de los recursos disponibles de las empresas no financieras (*)

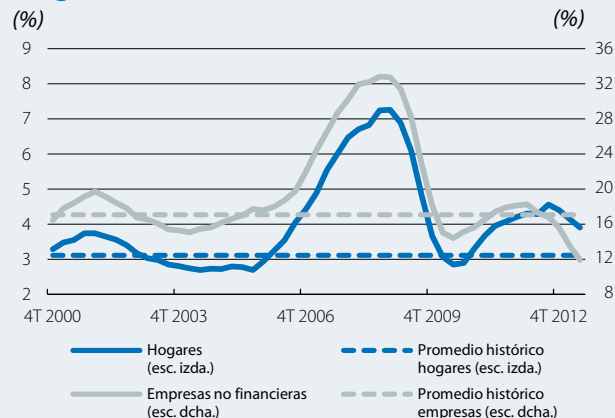
(Miles de millones de euros)



Notas: (*) Calculado como los recursos que son destinados a inversión o a ahorro financiero. (***) Excedente bruto de explotación.

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

Carga financiera (*)



Nota: (*) Calculada como el pago de intereses respecto a los salarios (hogares) o al excedente bruto de explotación (empresas).

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

FOCUS · La creación de empleo en España está cerca

Los datos de actividad de los últimos meses han sido alentadores. La variación intertrimestral del PIB de 3T 2013, que fue positiva tras nueve trimestres de registros negativos, fue lo que más llamó la atención. Lo más importante, sin embargo, es que la tendencia de fondo que finalmente ha encauzado la economía española es claramente positiva. En este contexto, la pregunta que emerge de forma natural es: ¿cuándo se empezará a generar empleo?

Según los últimos datos de contabilidad nacional, en 3T 2013 la variación interanual del número de ocupados en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo fue del -3,2%. Por tanto, podría parecer que la recuperación del empleo todavía queda lejos. Pero, de hecho, los datos de afiliados de los últimos dos meses han mejorado notablemente: en noviembre, la variación interanual del número de afiliados a la Seguridad Social fue del -1,4%, 1,9 p. p. por encima del registro de 3T 2013. De mantenerse esta tendencia, en 2T 2014 ya se podría producir una tasa de variación interanual de la ocupación ligeramente positiva.

Comparar el número de ocupados que hay en un trimestre con los que había en el mismo trimestre del año anterior permite examinar la evolución del empleo sin que la fuerte estacionalidad del mercado de trabajo distorsione el análisis. Sin embargo, no permite capturar los cambios de tendencia que se producen a corto plazo. Para poder hacerlo es preciso utilizar la serie desestacionalizada. En este caso, las noticias son más alentadoras: en 4T 2013, la variación intertrimestral de la ocupación en términos desestacionalizados ya podría ser ligeramente positiva.

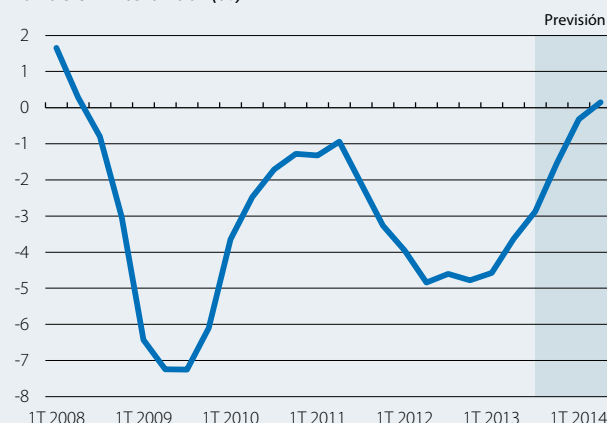
En el Focus «La creación de empleo llegará a distintas velocidades», que se publicó en el *Informe Mensual* del pasado noviembre, comentamos que, en general, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB con la que la economía española es capaz de generar empleo se sitúa entre el 0,3% y el 0,4%. Nuestro escenario de previsiones contempla un avance del PIB del 0,2% intertrimestral en 4T 2013, aunque no se puede descartar que sea ligeramente superior. Además, la fuerte contención de la ocupación durante los últimos años, junto con la notable recuperación de la confianza que se ha producido en los últimos meses, pueden haber ayudado a adelantar la mejora del mercado laboral.

En cualquier caso, independientemente del mes o del trimestre exacto en el que se registre la primera tasa de crecimiento positiva del empleo, todo apunta a que esta está cerca. Sin embargo, también es cierto que el proceso de recuperación del empleo muy probablemente será lento. El proceso de desapalancamiento, tanto público como privado, y el ajuste pendiente en el sector inmobiliario no

permitirán que la economía alcance rápidamente tasas de crecimiento cercanas a su potencial. Para minimizar el impacto de una recuperación lenta en el mercado laboral y maximizar su capacidad de recuperación, la OCDE ha reclamado esfuerzos adicionales. Concretamente, aconseja una nueva rebaja de los costes de despido y mejorar las políticas activas de empleo. En esta línea, el Gobierno aprobó nuevas medidas para facilitar la contratación a tiempo parcial, redujo el número de contratos (de cuarenta y dos a cuatro), y modificó el funcionamiento de las mutuas de la Seguridad Social para garantizar su transparencia y reducir el absentismo laboral injustificado.

Evolución del empleo

Variación interanual (%)



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

Evolución del empleo en términos desestacionalizados

Variación intertrimestral (%)



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

FOCUS · Las exportaciones españolas se toman un respiro

Las exportaciones españolas han sido el principal pilar de la recuperación económica. No obstante, los datos de contabilidad nacional de 3T 2013 muestran que se ha producido un freno substancial: siguen creciendo, pero a menor ritmo. Concretamente, en el primer semestre de 2013, la variación interanual de las exportaciones de bienes fue del 8,0% en términos nominales, mientras que en 3T esta se quedó en el 4,4%. ¿Debemos preocuparnos?

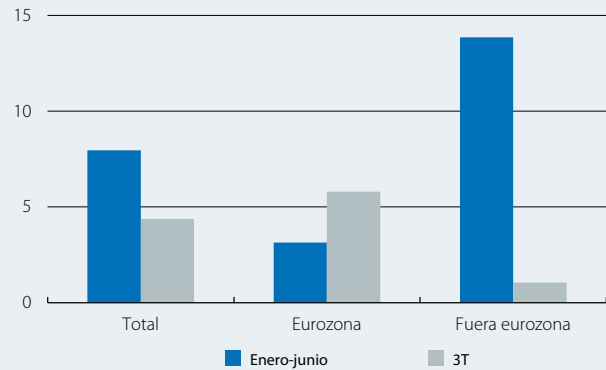
Los países de la eurozona son los principales socios comerciales de España. Hacia ellos van dirigidas el 49% de las exportaciones de bienes; por tanto, una primera hipótesis por verificar es si la recuperación de la eurozona es insuficiente para mantener el dinamismo de las exportaciones una vez estas han recuperado los volúmenes anteriores a la crisis. Este no parece que sea el caso. Las exportaciones a la eurozona, de hecho, se aceleraron en 3T. La explicación al menor crecimiento de las exportaciones debemos buscarla fuera de la eurozona: estas pasaron de crecer un 13,9% interanual durante 1T, a tan solo el 1,0%.

Analicemos, pues, con más detalle la evolución de las exportaciones hacia algunos de los principales socios comerciales de España de fuera de la eurozona: el Reino Unido, EE. UU. y China. Estos tres países representan el 13%, 7% y 3% de las exportaciones de bienes hacia fuera de la eurozona, respectivamente. El crecimiento de las exportaciones hacia cada uno de estos tres países disminuyó este 3T. El cambio de tendencia en las exportaciones hacia China fue menor, el de las exportaciones al Reino Unido fue algo más significativo, y donde ha sido más importante es en las exportaciones a EE. UU. Estas crecieron un 5,1% en términos nominales durante el primer semestre, mientras que en 3T 2013 cayeron un 12,1%. El cambio de signo de las exportaciones hacia EE. UU. explica un 17% de la reducción del crecimiento de las exportaciones españolas entre el primer semestre de 2013 y 3T 2013.

Para determinar si se trata de un fenómeno puntual o si, por el contrario, puede tener más recorrido, analizamos si EE. UU. ha reducido las importaciones de forma generalizada o si se trata de un fenómeno idiosincrático. Como se puede observar en el gráfico inferior, las importaciones totales de EE. UU. cayeron durante el primer semestre de 2013 y se recuperaron en 3T. Por tanto, todo apunta a que se trata de un fenómeno puntual, probablemente asociado a la cesta de bienes que EE. UU. importa de España, que, tras una fuerte aceleración durante el primer semestre, ahora se toma un respiro. Esta hipótesis gana fuerza viendo que el crecimiento de las exportaciones de Alemania a EE. UU. aumentó del 4,3% el primer semestre al 7,0% este trimestre. Es asimismo significativo observar que el crecimiento de las exportaciones francesas también se aceleró, del 2,4% al 12,8%, concretamente.

Exportaciones españolas de bienes en términos nominales

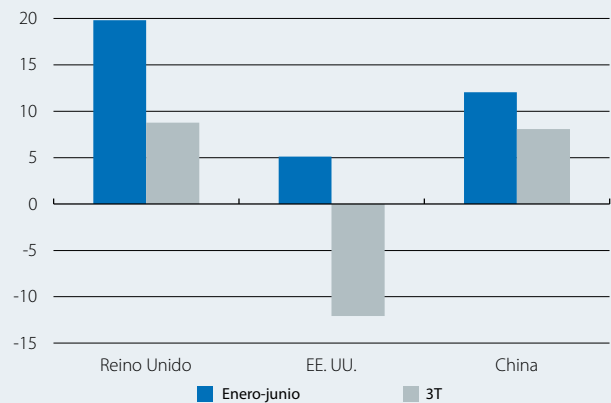
Variación interanual en 2013 (%)



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

Exportaciones españolas por países (*)

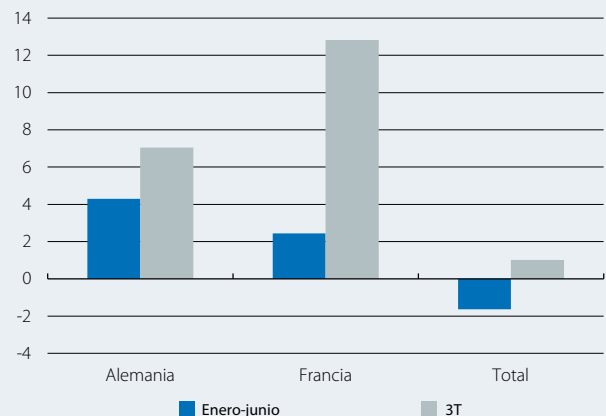
Variación interanual en 2013 (%)



Nota: (*) Exportaciones de bienes en términos nominales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Comex.

Importaciones de bienes de EE. UU.

Variación interanual en 2013 (%)



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

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	-1,4	-6,6	-7,2	-4,0	-2,5	-0,7	-0,7	...
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	48,6
Construcción								
Visados de obra nueva	-13,5	-42,7	-43,5	-28,0	-27,2	-23,6	-7,0	...
Compraventa de viviendas	-18,1	-8,7	3,5	7,9	0,6	-9,7	-10,0	...
Servicios								
Turistas extranjeros	6,1	2,0	-1,2	1,8	5,3	4,9	6,9	9,3
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	42,6	45,7	46,5	49,3	49,6	51,5
Consumo								
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,2	-10,2	-8,5	-5,0	-1,8	-0,6	2,8
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-21,6	-11,1	2,5	8,3	34,4	15,1
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	3T 2013	10/13	11/13
Afiliados a la Seguridad Social ⁽¹⁾								
Sectores de actividad								
Industria	-2,7	-5,3	-5,9	-5,8	-5,1	-3,9	-2,9	-2,5
Construcción	-12,2	-17,0	-16,8	-15,8	-13,8	-10,8	-9,0	-7,6
Servicios	0,2	-1,7	-2,6	-3,0	-2,5	-2,1	-1,4	-0,3
Situación profesional								
Asalariados	-1,4	-3,8	-4,7	-5,1	-4,4	-3,9	-2,7	-1,9
No asalariados	-1,2	-1,4	-1,6	-1,4	-1,1	-0,5	0,0	0,4
TOTAL	-1,3	-3,4	-4,1	-4,4	-3,8	-3,3	-2,2	-1,4
Población ocupada ⁽²⁾	-1,9	-4,5	-4,8	-4,6	-3,6	-2,9	...	-
Contratos registrados ⁽³⁾								
Indefinidos	-9,2	-1,3	23,8	18,4	1,5	5,4	-8,6	-6,2
Temporales	1,2	-4,9	-3,3	-1,7	7,5	8,8	12,8	9,1
TOTAL	0,3	-4,7	-1,5	-0,2	7,0	8,6	10,9	7,8
Paro registrado ⁽³⁾								
Menores de 25 años	0,6	4,5	0,5	-4,3	-6,1	-6,4	-7,4	-7,0
Resto de edades	5,4	11,7	11,7	8,4	5,2	2,3	0,3	-1,5
TOTAL	4,8	10,9	10,5	7,1	4,0	1,5	-0,5	-2,0

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	0,4
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	3,3	3,3	4,3	6,0	0,9	0,4
Productos energéticos	15,8	8,8	8,8	4,8	-1,1	-2,1	-2,7	-0,7

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

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

Sector público

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

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-9,6	-10,6	-10,7	-0,7	-3,1	-4,9	-	...
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-8,1	-8,1	-1,1	-3,5	-3,9	-3,9	-4,3
Comunidades autónomas	-3,5	-1,8	-1,8	-0,2	-0,8	-1,0	-1,1	...
Corporaciones locales	-0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	-	...
Seguridad Social	-0,1	-1,0	-1,0	0,2	0,8	-0,3	-0,2	...
Deuda pública (% PIB)	70,5	86,0	86,0	90,0	92,2	93,4	-	...

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	Saldo 10/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros ⁽²⁾								
Sector privado	-1,9	-4,0	-5,7	-8,1	-8,7	-8,5	-7,6	1.884,2
Empresas no financieras	-1,9	-4,2	-6,9	-10,6	-11,4	-10,9	-9,2	1.090,3
Hogares ⁽³⁾	-2,0	-3,8	-4,1	-4,4	-4,8	-5,0	-5,3	793,9
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	16,0	14,9	17,1	18,7	18,4	17,5	16,3	952,0
TOTAL	1,9	0,6	0,0	-1,0	-1,3	-1,2	-0,8	2.836,3
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	0,3	-4,5	-2,7	-0,1	1,8	4,7	3,0	1.176,2
A la vista	1,9	0,2	-1,9	0,9	3,2	4,6	8,2	276,0
De ahorro	-1,4	-2,8	0,2	-0,6	-1,1	-0,2	-0,2	198,4
A plazo	0,6	-6,7	-4,4	-0,9	1,6	5,7	2,1	682,0
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	20,1	20,5	22,7	24,1	-0,8	19,9
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-4,4	-13,2	-18,3	-20,2	-19,2	-15,3	-16,2	125,4
TOTAL	-0,4	-5,7	-4,8	-2,8	-0,9	2,3	0,8	1.301,6
Tasa de morosidad (%) ⁽⁶⁾	7,8	10,4	10,4	10,5	11,6	12,7	13,0	-
Tasa de cobertura (%) ⁽⁶⁾	59,6	73,8	73,8	70,4	65,8	63,8	62,9	-

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.

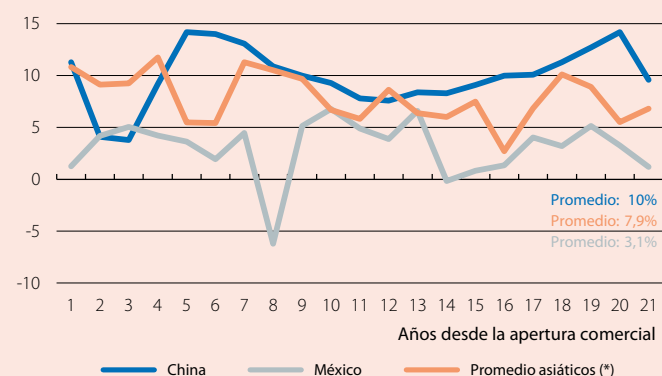
PANORÁMICA MÉXICO

El despegue económico de México: mejor ahora que nunca

En los últimos treinta años, México ha avanzado considerablemente en el ámbito de la estabilidad política y macroeconómica, así como en el proceso de internacionalización. Ello le ha permitido dejar atrás las crisis internas recurrentes y sortear con buena nota la tormenta global que estalló en 2008-2009. En particular, después de una caída del PIB del 4,7% en 2009, la economía mexicana creció un promedio anual del 4,3% entre 2010 y 2012. Y aunque todo indica que 2013 habrá cerrado con una cifra significativamente menor (del orden del 1,3%), a causa de la debilidad de las condiciones globales y la tardanza en la adopción de estímulos fiscales, ya se atisba una gradual reacceleración en los próximos trimestres, apoyada en la mejora de la demanda externa (léase de EE. UU.) y unas políticas monetaria y fiscal ahora en modo expansivo, que permitirán alcanzar un +3,4% en 2014.

México ha crecido por debajo de sus posibilidades

Crecimiento PIB (%)



Notas: Para cada país el rango corresponde a los 20 primeros años desde los primeros pasos aperturistas o desde que se tienen datos. China (88-2008) y México (88-2008).

(*) Incluye Japón (61-81), Hong Kong, Singapur y Corea del Sur (70-90).

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

La Crisis de Deuda de 1982 (cuando México se vio obligado a interrumpir el pago de su deuda externa) y la Crisis Tequila de 1994-1995 (que implicó la devaluación del peso y se saldó con la quiebra de bancos y numerosas empresas) sirvieron de incentivo para promover profundos cambios económicos, políticos y sociales en el país durante las tres últimas décadas. Cambios que han sido clave en la reducción de las vulnerabilidades, externas e internas, de las que adolecía la segunda potencia latinoamericana en la década de los ochenta. Así, la privatización de empresas públicas ayudó a reducir la deuda pública, mientras que la aprobación de la Ley de Responsabilidad Fiscal explica la moderación reciente de los déficits fiscales. Por otro lado, el Pacto Social al que llegaron empresarios, sindicatos y Gobierno en 1987, y en virtud del cual, entre otras cosas, se acordó el anclaje de los precios, fue determinante para romper la espiral inflacionista en la que estaba sumido México. Posteriormente, el proceso de desregulación, la elimi-

nación de subsidios que favorecían a las empresas locales, el proceso de apertura de la economía, y una autoridad monetaria independiente, transparente y con la prioridad de controlar la inflación, han sido otros factores que han apoyado la moderación de los precios. Por último, la mejora en la regulación y supervisión bancaria y la adopción de un tipo de cambio flexible tras la Crisis Tequila son dos pilares extras que han apuntalado la estabilidad macroeconómica del país.

Si bien todos los cambios mencionados han desempeñado un papel en la configuración del México actual, la apertura del país ha sido uno de los elementos que más ha transformado su estructura económica. En concreto, a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa se dieron algunos de los pasos más radicales en aras de esta internacionalización. En 1986, México se adhiere al Acuerdo General de Comercio y Aranceles (o GATT, por sus siglas en inglés),⁽¹⁾ comprometiéndose a reducir de manera significativa sus aranceles comerciales así como otras medidas no arancelarias. En 1994, esta política aperturista y globalizadora se consolida con la firma, junto a Canadá y EE. UU., del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN o NAFTA, por sus siglas en inglés). Estos compromisos sirven para impulsar de manera definitiva la instalación de nuevas plantas maquiladoras, que pasan de emplear 180.000 trabajadores en 1984 a algo más de dos millones hoy en día.⁽²⁾

Las maquilas son plantas manufactureras (situadas por lo general en la zona fronteriza con EE. UU.) que gozan de tasas arancelarias privilegiadas tanto para las importaciones de insumos y maquinaria como para la exportación hacia EE. UU., y son receptoras de volúmenes elevados de inversión extranjera (estadounidense en su mayor parte).⁽³⁾ Además de las facilidades arancelarias y de inversión promovidas por los Gobiernos mexicano y estadounidense, tres factores explican el *boom* de las maquiladoras: (i) la

(1) En la actualidad, la Organización Mundial del Comercio, OMC, o WTO, por sus siglas en inglés.

(2) También fue muy importante el Programa de Importación Temporal para Producir Artículos de Exportación, iniciado en 1990 y por el cual empresas ya establecidas en México tenían ciertas ventajas arancelarias en la importación de insumos y maquinaria. En 2006, este programa se funde con el de la promoción de la planta maquiladora.

(3) Aunque el origen de las maquilas se remonta a 1965 como parte del Programa de Industrialización de la Frontera Mexicana, a finales de los ochenta, con el ingreso de México en el GATT se produce el impulso definitivo. Asimismo, y a pesar de que en la actualidad la mayoría todavía se sitúan en la frontera, pueden instalarse en distintos puntos del país.

posibilidad de fragmentar los procesos productivos en distintos países (*offshoring*), (ii) unos costes laborales relativamente bajos y (iii) la proximidad geográfica a una economía grande (de hecho, la mayor del mundo) con costes laborales elevados. En consecuencia, las exportaciones mexicanas pasaron de representar un 11% del PIB en 1980 a un 33% en 2012.⁽⁴⁾ Algo más de la mitad del total de exportaciones procede de las maquiladoras y cerca del 80% es absorbido por EE. UU., principal destino de las exportaciones del país.

Sin duda, el paso de una economía apoyada sobre los componentes locales a un modelo exportador explica algunas historias de éxito rotundo. El caso más destacado y reciente sería el de China, que, después de una política de apertura iniciada en los noventa, logró mantener tasas de avance promedio del 10% anual. Pero también sobresalen otros países, como los cuatro tigres asiáticos (Corea del Sur, Taiwán, Hong Kong y Singapur), en la década de los setenta y ochenta, o, anteriormente, los casos de Alemania y Japón, en la de los cincuenta y sesenta, respectivamente. Sin embargo, y a pesar de los logros cosechados por México, sus tasas de avance económico se han situado claramente por debajo de las cotas alcanzadas por esos otros países en sus etapas de esplendor. Y es que una fuerte dependencia de las maquiladoras (y, por extensión, de algunos tipos de *offshoring*) acarrea consigo ciertos inconvenientes:⁽⁵⁾ (i) especialización en sectores manufactureros relativamente volátiles, (ii) alta sensibilidad al ciclo económico del país destino (EE. UU. en el caso que nos ocupa) y (iii) fuerte competencia de otros países dada la facilidad de trasladar este tipo de procesos productivos.

Justamente, la rivalidad internacional supuso un serio desafío. La coincidencia en el tiempo del proceso aperturista de México con el de China, una potencia demográficamente arrolladora y con unos salarios muy competitivos, puede explicar, en parte, la demora en el despegue económico del país azteca. Pero la falta de acción del propio México frente a importantes problemas estructurales, entre los que destacan una baja calidad educativa, ineficiencias en el mercado laboral, o un grado de competitividad insuficiente en sectores estratégicos, tiene mucho que ver en este retraso. Una mejora en estos ámbitos podría haber minimizado los inconvenientes de las maquiladoras, gracias a la estimulación de nuevos sectores manufactureros con mayor valor añadido y, por tanto, menos volátiles y sensibles al ciclo de terceros países, y más competitivos internacionalmente.⁽⁶⁾

Las perspectivas a medio plazo, sin embargo, son alentadoras gracias a la confluencia de diversos elementos. Por un lado, el Pacto por México, que a finales de 2012 aunó la firma de los tres partidos políticos más importantes en México, ha materializado el anhelado consenso político imprescindible para promover un ambicioso plan de reformas que podría dar un valioso impulso al crecimiento potencial del país (véase el artículo «El ímpetu reformista sacude México» del presente Dossier para un análisis detallado de este proceso reformista y su posible impacto). Asimismo, la subida de salarios en China, una creciente y joven población mexicana y una renovada tendencia al *nearshoring* (fragmentación en países cercanos) frente al más clásico *offshoring*, pueden dar la oportunidad a México de sumarse finalmente al club de las historias de éxito entre los países emergentes con estrategia exportadora.

Clàudia Canals

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

(4) Donde cerca de un 96% de estas exportaciones son manufacturas y derivados del petróleo.

(5) Véase Bergin, Paul R., Robert C. Feenstra, and Gordon H. Hanson. 2009. «Offshoring and Volatility: Evidence from Mexico's Maquiladora Industry.» *American Economic Review*, 99(4): 1664-71.

(6) En particular, y según De la Cruz, Koopman, Wang y Wei (2011), «Estimating Foreign Value-added in Mexico's Manufacturing Exports», Office of Economics Working Paper, U.S. International Trade Commission, el valor añadido de las exportaciones mexicanas (34%) se sitúa significativamente por debajo del valor añadido de las exportaciones chinas (51%).

Banca mexicana: solvente y con recorrido

La economía mexicana está relativamente poco bancarizada si la comparamos con otros países latinoamericanos. En promedio, el crédito bancario en la región latinoamericana representa aproximadamente un 40% del PIB mientras que esta cifra se reduce hasta el 15% para México. Parte del diferencial se explica por el impacto de la crisis económica y financiera del año 1994, que provocó un desplome del crédito bancario desde un nivel del 32% del PIB. La crisis comportó la desaparición de numerosas entidades nacionales y propició la entrada de grupos extranjeros, una tendencia que se ha ido consolidando hasta el día de hoy. Sin embargo, el sector disfruta actualmente de una situación sólida y con expectativas de crecimiento. Antes de pasar a describir los fundamentos de la banca, es importante presentar sus integrantes principales.

El sistema bancario mexicano, también conocido como banca múltiple, consta actualmente de cuarenta y cinco entidades financieras con unos activos del orden del 39% del PIB. En diciembre de 2009, se incorporó la figura del banco especializado o de nicho en la regulación bancaria. El banco de nicho tiene limitadas ciertas actividades, pero ha servido para que intermediarios no bancarios ya existentes se acogieran bajo el régimen bancario y pudieran captar recursos minoristas, mucho más estables que las fuentes de financiación mayorista, tal y como ha probado la reciente crisis financiera. De entre estos intermediarios no bancarios, cabe destacar las uniones de crédito, cuyo objetivo es facilitar a sus socios el acceso al crédito, y las sofomes, o sociedades financieras de objeto múltiple. Las sofomes son entidades especializadas en la concesión de crédito a sectores productivos, que se financian a través de otras instituciones financieras y vía emisión de deuda. A pesar de la entrada progresiva de estos nuevos participantes, siete entidades financieras predominan en el escenario bancario mexicano: sus activos representan el 85% del total del sector.

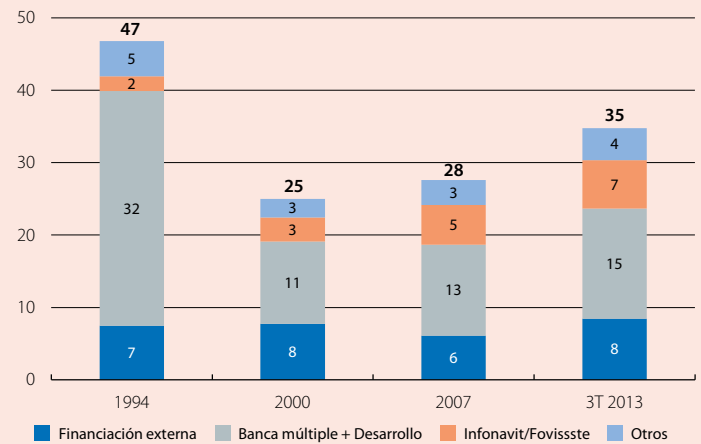
Aparte de la banca múltiple, existe la banca de desarrollo: está conformada por seis entidades públicas con unos activos del 7% del PIB y canaliza sus recursos a determinados objetivos sociales y sectores. Sus actividades principales se centran en financiar y asesorar a las empresas exportadoras, promover las infraestructuras públicas, facilitar el acceso a la vivienda y dar apoyo financiero a las personas de renta baja y a las microempresas y pymes. Los bancos de desarrollo, junto a otras instituciones de fomento, articulan su política de crédito mediante avales, financiación a instituciones privadas y, directamente, mediante la concesión de crédito a los destinatarios finales.

Es importante mencionar, también, dos instituciones financieras públicas con un peso muy elevado en el mercado hipotecario: Infonavit y Fovissste. Infonavit es el principal prestamista hipotecario de México con una cuota del 58% en junio de 2013.⁽¹⁾ El cobro de las hipotecas se lleva a cabo a través de retenciones de la nómina, y todos los créditos otorgados desde 2007 disponen de un seguro de desempleo para minimizar las entradas potenciales en morosidad. Una fuente tradicional de recursos para Infonavit ha sido las titulaciones de su cartera. Sin embargo, el ritmo de las colocaciones se ha reducido en 2012 y 2013, lo cual ha provocado que la cartera titulizada decayera hasta el 10% del total en septiembre de este año. Por otra parte, Fovissste otorga créditos para la vivienda a los funcionarios del Estado. Su cartera es seis veces menor a Infonavit y el 40% está titulizada.

Tal y como pasamos a detallar a continuación, el sistema bancario presenta una evolución y posición favorables en términos de crédito, solvencia y rentabilidad si bien es cierto que se ha producido un ligero repunte en la morosidad. El crédito se ha incrementado, en promedio, un 12% anual durante el periodo 2002-2013. El crecimiento fue especialmente intenso entre los años 2004 y 2008, evolución que frenó la crisis financiera global. En estos últimos tres años, se ha recuperado nuevamente la tendencia con incrementos en torno al 12%. Desagregando el crédito por sectores, la cartera al consumo ha visto cómo su crecimiento se ha desacelerado en los últimos trimestres pero sigue con tasas altas del orden del 15%. Por otra parte, el incremento de crédito a las empresas no financieras y a la vivienda se ha mantenido en cotas del 10% en 2011-2013.

Financiación al sector privado no bancario

(% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de México e INEGI.

(1) «Reporte sobre el Sistema Financiero», Banco de México, septiembre de 2013.

La tasa de morosidad del sector bancario se sitúa en el 3,4% en septiembre de 2013 y mantiene la senda moderadamente al alza iniciada a principios de 2011. En el último año, se ha producido un repunte de la morosidad en las empresas: la tasa ha pasado del 2,1% al 3,5% en un año debido, en gran medida, a los problemas que están atravesando las grandes constructoras del país.

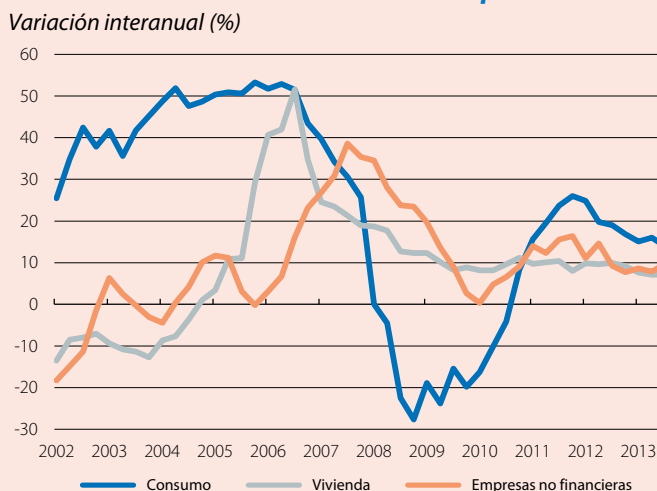
Principales indicadores de la banca múltiple

	2007	3T 2013	Variación
Activos/PIB	35%	39%	4 p.p.
Crédito/depósitos	90%	97%	7 p.p.
Morosidad	2,5%	3,4%	1 p.p.
Cobertura	169%	153%	-16 p.p.
Solvencia	16%	16,1%	0 p.p.
Ratio de eficiencia	50%	52%	1 p.p.
RoA	2,0%	1,6%	-0,4 p.p.
RoE	20,9%	14,7%	-6,2 p.p.
Empleados	158.028 ^(*)	219.651	39%
Sucursales	10.722 ^(*)	12.544	17%

Nota: (*) Datos a 2008.

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

Evolución del crédito de la banca múltiple



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

En lo referente a la solvencia, México se avanzó a muchas economías desarrolladas adoptando los nuevos requisitos de capital de Basilea III a principios de este año. La ratio de solvencia para la banca múltiple (capital dividido entre los activos ponderados por riesgo) se situó en 3T en el 16,1%, muy por encima del 10,5% requerido. A resultas de estos nuevos requisitos, el sistema puso en práctica en junio una nueva metodología para calificar la cartera comercial en función de las pérdidas esperadas, lo cual ha incrementado la necesidad de provisiones para algunas entidades.

El sistema bancario presenta unas ratios de rentabilidad elevadas. Así, el RoA (beneficios como porcentaje de activos medios) se situó en el 1,6% en 3T, una cifra ligeramente inferior a la mostrada en 2007. Gracias a ello, el retorno por capital invertido (*Return on Equity*, RoE) ascendió a casi el 15%, una rentabilidad notablemente superior a la que ofrecen actualmente los sistemas bancarios de las economías más maduras. La ratio de eficiencia (porcentaje del margen bruto de las entidades que absorben los gastos de explotación) ha aumentado 1 punto porcentual respecto a 2007 debido a que los costes se han incrementado ligeramente en relación con los ingresos.

En los últimos años, la capacidad del sistema bancario se ha visto incrementada en una muestra de que las entidades están apostando por las oportunidades que ofrece el sector. El modelo de bancos con pocas oficinas pero de gran tamaño, uno de los rasgos del sistema, se mantiene e incluso ha tomado más protagonismo en los últimos años. En promedio, una oficina bancaria en México cuenta con dieciocho empleados, casi el triple en comparación con el caso español. En 2011, la ratio de sucursales por habitante de México era de 1,8 por 10.000 habitantes adultos y estaba lejos de las cifras de Brasil (4,6) y Perú (5,9) aunque era ligeramente superior a la de Chile (1,7) y Colombia (1,5). En 2013, se estima que 782 municipios (el 32% sobre el total) no tuvieron acceso a oficinas, cajeros automáticos ni corresponsales. El Banco de México apunta en esta dirección a la hora de señalar uno de los retos actuales del sector, evidenciando que falta mejorar la inclusión financiera en los distintos segmentos de la población, tanto en términos de bancarización como de puntos de acceso.

La reforma prevista del sistema financiero (véase para mayor detalle el artículo «El ímpetu reformista sacude México» en el Dossier de este mismo Informe) afronta el problema de la inclusión financiera y otros retos importantes del sector. A grandes rasgos, la reforma pretende impulsar la competencia concediendo mayores capacidades de los bancos de desarrollo y mejoras en el otorgamiento y ejecución de garantías. Adicionalmente, se permitirá a los clientes cambiar de entidad con unos costes de transacción más reducidos y se reforzarán los poderes regulatorios enfocados a la protección de los consumidores. No se trata de grandes cambios estructurales para un sector que ya presenta unos sólidos fundamentos. No obstante, son medidas en la dirección correcta para impulsar el recorrido de la banca en México. Y dicho recorrido es muy amplio.

Pau Labró Vila

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

El ímpetu reformista sacude México

Para los próximos veinte años, el crecimiento anual promedio esperado de México es ligeramente superior al 3%, similar al de Brasil, pero lejos del 4% que se prevé para Colombia o el Perú (según las proyecciones de Oxford Economics, entidad especializada en realizar previsiones de muy largo plazo). Dado que el país va a vivir una etapa floreciente en términos demográficos, que le permitirá aumentar un 20% su población en esas dos décadas, aumentar significativamente el crecimiento potencial requerirá mejorar de forma apreciable la productividad. Con el objetivo de mejorar la eficiencia en diferentes ámbitos económicos y superar el pronóstico anterior, México afronta un ambicioso proceso de reformas, el llamado Pacto por México. Se trata de un acuerdo, firmado a finales de 2012 por los tres principales partidos políticos mexicanos (PRI, PAN y PND), que comporta cambios sustanciales en materia laboral, educativa, de telecomunicaciones, fiscal, financiera y energética. Un reto de esta magnitud no tiene precedentes, ya que desde la nefasta «década perdida» de 1980, el país ha recorrido una senda reformista con altibajos (véase el artículo «El despegue económico de México: mejor ahora que nunca» del presente Dossier).

De desarrollarse plenamente, el impacto económico de las seis reformas será sustancial. Aunque existen divergencias entre los organismos que han llevado a cabo el ejercicio de estimar el aumento del PIB potencial resultante, pasar del actual crecimiento potencial del 3%-3,5% al 4%-5% parece verosímil. Asimismo, es significativa la coincidencia sobre qué reformas concentrarán el grueso de las ganancias de eficiencia: la combinación de las reformas fiscal y energética contribuirá entre un 50%-60% al aumento del crecimiento potencial, mientras que el resto lo aportarán, a partes aproximadamente iguales, las otras cuatro (laboral, educativa, telecomunicaciones y financiera).

Tras meses de duras e intensas negociaciones, a finales de 2013 todas ellas habían sido aprobadas.⁽¹⁾ Las dos primeras, la laboral y la educativa, tratan de mejorar los incentivos económicos existentes en sus ámbitos respectivos, de forma que los agentes eco-

Las reformas económicas del Pacto por México

Reforma (aprobada en el Congreso)	Objetivos principales	Principales medidas	Impacto Δ PIB
Laboral (Nov. 2012)	Flexibilizar el mercado laboral	<ul style="list-style-type: none"> • Crear un marco para el empleo a corto plazo • Reforzar el vínculo productividad-salarios • Regular los contratos de <i>outsourcing</i> • Reducir los costes de despido 	0,15-0,25 p. p.
Educativa (Dic. 2012)	Aumentar la educación de calidad	<ul style="list-style-type: none"> • Contratación más transparente y meritocrática • Mejorar la administración de las escuelas 	0,10-0,15 p. p.
Telecomunicaciones (Abr. 2013)	Abaratar precios	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer un órgano regulatorio autónomo para otorgar o denegar concesiones • Añadir dos cadenas de TV privadas nacionales y una emisora pública • Permitir el 100% de participación extranjera en telecomunicaciones • Permitir el 49% de participación extranjera en radio • Permitir a los operadores de cable la emisión de cadenas de TV sin coste • Requerir a operadoras la transmisión de ciertas señales sin coste añadido 	0,10 p. p.
Financiera (Sept. 2013)	Aumentar el crédito (en especial a pymes)	<ul style="list-style-type: none"> • Mejorar las operaciones y el crecimiento de los bancos de desarrollo • Facilitar la transferencia de garantías • Fortalecer los organismos de defensa al usuario • Mejorar el procedimiento de insolvencia (otorgamiento y ejecución de garantías) 	0,10 p. p.
Fiscal (Oct. 2013)	Disminuir la dependencia del sector petrolífero	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer limitaciones legales a los requerimientos financieros del Estado • Equiparar el IVA en las zonas fronterizas • Ampliar la base impositiva del IVA (en unos pocos productos) • Aumentar la progresividad del Impuesto de la Renta • Incorporar un impuesto sobre ganancias de capital bursátil 	0,5-1,0 p. p.
Energética (Dic. 2013) ^(*)	Aumentar la viabilidad de nuevas explotaciones de difícil acceso	<ul style="list-style-type: none"> • Permitir la inversión privada doméstica y extranjera • Crear el Fondo Mexicano del Petróleo (administrar la renta petrolera y establecer métodos de ahorro) • Establecer la modernización empresarial de Pemex 	

Nota: (*) Después de la aprobación del Senado, el Congreso y la mayoría de los treinta y un Estados de México, queda tan solo la última aprobación del Senado y la firma del Presidente Enrique Peña Nieto. Estimamos como altamente probable que estos dos últimos pasos se hayan producido entre el momento de escribir este artículo y su publicación.

Fuente: "La Caixa" Research, a partir de informaciones oficiales y de estudios del IIF, FMI, entre otros organismos.

(1) Estrictamente, la reforma energética está pendiente de ratificación por parte de una mayoría de los diferentes estados mexicanos, aunque ha sido aprobada a nivel federal. El proceso de aprobación, como se comenta en la tabla que se incluye en este Dossier, está prácticamente finalizado.

nómicos se comporten de manera más eficiente. Concretamente, la primera trata de reforzar el vínculo entre productividad y salarios, al tiempo que introduce medidas de flexibilidad en materia de contratación. La reforma educativa centra sus esfuerzos en la mejora de la calidad de la educación mediante un sistema más eficiente de provisión del profesorado. Así, se pasa de un sistema en el que, de facto, se podía llegar a heredar o comprar ciertos puestos de profesor, a otro basado en criterios meritocráticos.

Por su parte, la reforma de las telecomunicaciones busca replicar la vía seguida en otros países, consistente en liberalizar el sector a la inversión extranjera directa y crear un órgano regulador con funciones de otorgamiento de las licencias en el sector. La reforma financiera, en cambio, tiene un objetivo más acotado, el de dinamizar y abaratar el crédito, en especial el destinado a financiar proyectos de pequeñas y medianas empresas. La reforma ha potenciado el papel de los bancos de desarrollo (en particular mediante la ampliación del sistema de garantías crediticias) a la vez que adopta, con rango de ley, los requerimientos de Basilea III en el caso mexicano y refuerza diferentes aspectos institucionales (como la protección de los consumidores, las competencias del regulador bancario y el procedimiento de insolvencia mediante la creación de tribunales específicos).⁽²⁾

En el último trimestre de 2013 se han completado las tramitaciones de las dos restantes reformas, la fiscal y la energética, precisamente las de mayor impacto económico. La reforma fiscal, cuyo objetivo principal es reducir la dependencia tributaria de los ingresos del petróleo (aproximadamente un tercio de los ingresos públicos provienen de la actividad petrolera) combina elementos de política fiscal en sentido amplio y la propiamente tributaria. Así, junto al límite fiscal ya existente, que establece que el Gobierno tiene que alcanzar el equilibrio fiscal, ahora se establecen restricciones adicionales que faciliten el cumplimiento de los objetivos de deuda pública fijados. Por lo que se refiere al ámbito estrictamente tributario, la reforma trata de ampliar los ingresos no petrolíferos mediante una batería de medidas que incluye cambios (limitados) en la base imponible del IVA, el aumento del tipo de dicho impuesto para las empresas que operan en zonas transfronterizas, o la creación de un nuevo impuesto sobre los beneficios bursátiles.

La reforma energética, que está en la fase final de aprobación, busca aumentar la extracción del petróleo, ya que desde 2003 la producción ha caído de los 3,4 millones de barriles diarios (2003) a los 2,5 millones actuales. De no mediar una clara mejora de la tecnología de explotación, México difícilmente podrá aprovechar las reservas petrolíferas de difícil acceso, como las denominadas «aguas profundas», o explotar los campos petrolíferos maduros. Asimismo, se plantean cambios en la gestión de Pemex, en términos estrictamente organizativo-empresariales. Como respuesta a estas necesidades, se reformarán tres artículos de la constitución mexicana para permitir la entrada de empresas de capital privado en el sector energético mediante una amplia serie de instrumentos. Adicionalmente, se forzará a Pemex a convertirse en una empresa más competitiva en el plazo de dos años.

A fin de facilitar los cambios empresariales que comporta satisfacer este objetivo, el sindicato petrolero abandonará el consejo de administración de Pemex, donde tenía asignados un tercio de los consejeros desde hace más de setenta años. Para hacer frente a los rivales privados, previsiblemente más competitivos, a Pemex se le garantizará la prioridad en el momento de elegir los yacimientos. Finalmente, se creará un nuevo Fondo Mexicano del Petróleo para la Estabilización y el Desarrollo, que se destinará a financiar diferentes partidas de gasto público, como proyectos de ciencia y tecnología o las pensiones públicas. Se trata de una reforma compleja a nivel técnico, pero aún más difícil de aceptar socialmente, ya que podría topar con uno de los elementos fundamentales del imaginario colectivo mexicano, el de la propiedad pública del petróleo (materializada en la nacionalización del crudo que impulsó uno de los presidentes mexicanos más populares, Lázaro Cárdenas, en 1938). La solución alcanzada permite mantener a la nación mexicana como propietaria última del petróleo.

Aunque todavía es pronto para valorar plenamente lo que va a dar de sí este paquete reformador, cabe reconocer que, a pesar de que la adopción de reformas estructurales en oleadas no sea excepcional, lo cierto es que la aprobación en aproximadamente un año de seis reformas del calado de las mencionadas no es frecuente en una economía de mercado. No es de extrañar que algunas de ellas se hayan quedado por debajo de lo esperado, como es el caso de la reforma fiscal. Pero tampoco hay que olvidar que otras, como la más polémica referida a la energía, han alcanzado sus planteamientos más ambiciosos. Así, por ejemplo, mientras las primeras propuestas solo planteaban permitir el juego de las empresas privadas de forma restringida, el proyecto finalmente adoptado amplía notablemente los instrumentos disponibles. El reto inmediato es conseguir que las leyes aprobadas, que no dejan de ser marcos de referencia, se implementen en detalle sin perder su esencia. Entonces, y solo entonces, México estará en condiciones de acelerar su crecimiento tendencial hacia los niveles que las posibilidades del país permiten.

Àlex Ruiz y Clàudia Canals
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

(2) Para una valoración complementaria de la reforma bancaria, véase en este mismo *Informe Mensual* el artículo «Banca mexicana: solvente y con recorrido» del presente Dossier.

España y México: dos socios comerciales con un futuro esperanzador

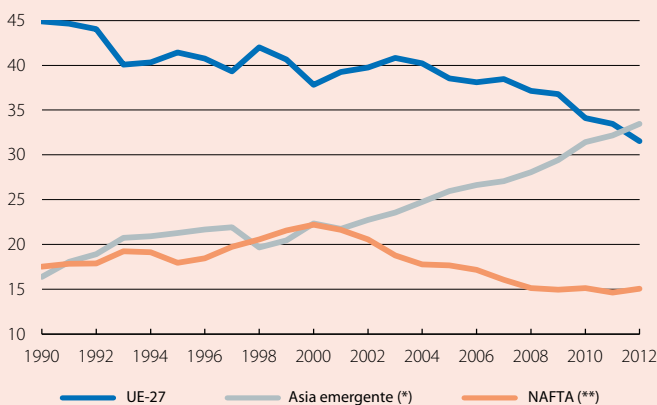
El sector exterior está siendo uno de los principales protagonistas de la incipiente recuperación de la economía española. De la mano del sorprendente vigor exhibido por las exportaciones, sin embargo, se está produciendo un cambio estructural que está pasando desapercibido: el importante aumento de la diversificación geográfica de las exportaciones. La principal área de comercio en la que España participa sigue siendo la europea, pero otras dos grandes áreas de comercio, la del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA, por sus siglas en inglés) y el Asia emergente, han ganado protagonismo en los últimos años. En este Dossier se analiza la diversificación del comercio español no solamente a nivel cuantitativo sino también cualitativo, dedicando una especial atención a la relación de España con México, una de las puertas de entrada al NAFTA.

A nivel mundial, el peso de los grandes bloques comerciales ha cambiado sobremanera en la última década. Por ejemplo, en 1995, el 45% del comercio mundial tenía lugar en la Unión Europea, mientras que el conjunto de países del NAFTA y del Asia emergente representaban, aproximadamente, el 17% cada uno. El centro de gravedad del comercio mundial ha dado un vuelco y, ya en 2012, la primera posición la ocupaba el Asia emergente, con un 33% del comercio internacional.

Al compás de esta reordenación de los flujos de comercio a nivel mundial, España también ha diversificado sus socios comerciales. La Unión Europea continúa siendo el principal destino de las exportaciones españolas, pero su peso se ha reducido significativamente (68% en 1998 vs. 54% en 2012). La comparación de este cambio con el que están llevando a cabo países relativamente similares, como Francia e Italia, ayuda a contextualizarlo. En estos tres países el aumento de las exportaciones al Asia emergente ha sido similar, mientras que la caída del peso de las exportaciones hacia la UE ha sido especialmente pronunciada en España. Ello es debido, sobre todo, a que ha mantenido el peso de las exportaciones al área del NAFTA prácticamente constante, mientras que en Francia e Italia ha caído notablemente. En este sentido, merece la pena destacar el dinamismo de las exportaciones de bienes de España a México que, en promedio, han crecido un 15% anual en términos nominales entre 2000 y 2010.

Distribución del comercio mundial

Volumen de comercio en cada región (% del comercio mundial)

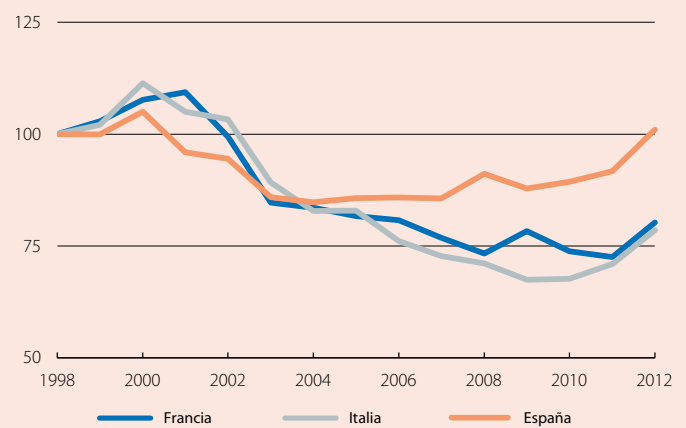


Notas: (*) Incluye los países definidos por la UNCTAD como Asia emergente. (**) Incluye EE. UU., Canadá y México.

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

Peso del NAFTA en el comercio total de cada país (*)

(Índice, 1998 = 100)



Nota: (*) Porcentaje de exportaciones e importaciones de cada país con los países del NAFTA.

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

Otro cambio que están experimentando las exportaciones españolas es su mayor integración en lo que se denomina «la cadena de valor global», y también en este aspecto la relación de España con México juega un papel importante. Vayamos por partes. El desarrollo de la cadena de valor global es fruto, sobre todo, de la revolución de las tecnologías de la información. La producción del iPhone, que se crea y diseña en Palo Alto, pero se fabrica en China utilizando componentes importados de otros países asiáticos, es el ejemplo por excelencia. España es un participante activo en la cadena de valor global. Concretamente, según estimaciones de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés), las exportaciones e importaciones españolas que son utilizadas como *inputs* para la producción de bienes representan el 45% del total de las exportaciones españolas. Un registro idéntico al de EE. UU., pero inferior al de Alemania (64%) o Francia (63%).

La integración de España en la cadena de valor global se lleva a cabo, fundamentalmente, a través del comercio con el resto de países europeos: los *inputs* utilizados por las exportaciones españolas provienen mayoritariamente de países de la UE. Asimismo, los países de la UE son los que utilizan la mayoría de las exportaciones de componentes españoles. El único país no comunitario que utiliza, de manera significativa, *inputs* españoles para sus exportaciones es México (1% de las exportaciones). Esta participación está muy lejos del 37% de EE. UU., pero es un hecho destacable.

Tanto o más importante que el grado de participación de España en la cadena de valor global es el tipo de bienes que España importa y exporta. Es distinto estar al principio de la cadena de valor, exportando materias primas para la fabricación de los componentes del iPhone, por ejemplo, que estar al final, que es donde se concentra el valor añadido. En este sentido, las exportaciones de España a la UE se sitúan al final de la cadena de montaje, mientras que las destinadas a Asia y a los países del NAFTA se encuentran en un punto medio.⁽¹⁾ Estos resultados reflejan la ventaja comparativa de los países emergentes en industrias intensivas en trabajo poco cualificado y que, por tanto, tienden a concentrarse en posiciones inferiores de la cadena de montaje.

En promedio, el tipo de bienes que España ha exportado a México durante los últimos años es similar al del conjunto del NAFTA, sin embargo, la composición de la cesta de bienes ha cambiado de forma bastante notable.⁽²⁾ Entre los años 1995 y 2000, se exportaban bienes situados al principio de la cadena de valor. Pero con el paso del tiempo, los bienes exportados se han ido situando en una posición más intermedia de la cadena de valor (véase gráfico de la derecha), una posición que en general suele ir asociada a bienes de mayor valor añadido.

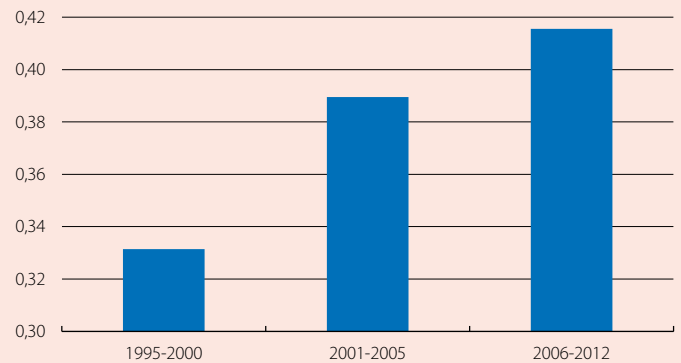
La apuesta de las empresas exportadoras españolas por México no solo se observa en el fuerte crecimiento de las exportaciones o en el cambio del tipo de exportaciones, también en los flujos de inversión directa hacia este país, que han sido muy importantes. España es el tercer país que más inversión extranjera directa (IED) acumula en México, el 12,8% del total. Esta apuesta no es baladí: el país azteca es el séptimo destino máspreciado a nivel mundial para realizar IED según la UNCTAD, por detrás de China, EE. UU., India, Indonesia, Brasil y Alemania.

En definitiva, el creciente protagonismo del sector exterior español esconde una gradual, pero profunda, transformación de la capacidad productiva, cada vez más integrada en la cadena de valor global y con una base de clientes más diversificada. En este proceso de transformación, México tiene un papel fundamental: la puerta de entrada a una de las principales áreas de comercio. En este sentido, las reformas estructurales que se están llevando a cabo en el país azteca hacen pensar que la puerta cada vez estará más abierta. La relación comercial entre España y México, que ya es buena, tiene un futuro esperanzador.

Sergi Basco, Philipp Hauber y Oriol Aspachs
Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Exportaciones de España a México: más cerca del final de la cadena de valor

(Índice de la posición de las exportaciones de componentes en la cadena de valor. Promedio por periodo) (*)



Nota: (*) El índice toma valores entre 0 y 1. Valores cercanos a 0 corresponden a exportaciones de componentes para la fase inicial de la producción de un bien, y viceversa.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Antràs y Chor (2013) y Comex.

(1) Antràs, P. and Chor, D. (2013): «Organizing the Global Value Chain», *Econometrica* 81(6): 2127-2204, calculan para cada industria un índice de la posición que esta ocupa en la cadena de montaje. Por ejemplo, la industria petroquímica o la de cobre están al principio de la cadena de montaje y por lo tanto tienen valores del índice bajos (0,21 y 0,23, respectivamente), mientras que industrias más cercanas al consumidor final como automóviles o muebles tienen valores más altos (0,99 en ambos casos). El índice se calcula para industrias manufactureras y excluye I+D.

(2) Para determinar qué posición en la cadena de montaje ocupan las exportaciones españolas contenidas en las exportaciones mexicanas, debería considerarse únicamente las exportaciones de bienes intermedios. Dado que estos datos no están disponibles, usamos los de las exportaciones totales que incluyen bienes finales.



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
 Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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: publicacionestudios@lacaixa.es

 "la Caixa" **Research** en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

© Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona – "la Caixa", 2014

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

Diseño y producción: www.cege.es

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



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

