

IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 376 | FEBRERO 2014



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

*La financiación del Tesoro en 2014:
un programa exigente*

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Brasil: una recuperación lastrada

UNIÓN EUROPEA

Inflación: un fenómeno monetario

ECONOMÍA ESPAÑOLA

*Ley de fundaciones bancarias:
la refundación de las cajas*

DOSSIER: LAS RENTAS DEL TRABAJO EN PERSPECTIVA

*Caen las rentas del trabajo y aumenta
la desigualdad*

*Tecnología y riqueza: ¿dos fenómenos
en contra o a favor del trabajador?*

*La globalización y la redistribución
de la renta*

*La caída de las rentas del trabajo
en España y EE. UU.: factores coyunturales*

INFORME MENSUAL

Febrero 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 enero de 2014

 **"la Caixa" Research**

- Jordi Gual
Economista Jefe
- Oriol Aspachs
Director de Economía Europea
- Enric Fernández
Director de Análisis Económico
- Avelino Hernández
Director de Mercados Financieros
y Economía Internacional

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Los PIGS vuelven al mercado de bonos, ¿para quedarse?*10 *La financiación del Tesoro en 2014: un programa exigente***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Brasil: una recuperación lastrada*16 *La India: el futuro está en sus manos***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Inflación: un fenómeno monetario*22 *Lecciones de Irlanda***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *Escenarios de futuro del saldo comercial español*28 *El reto de la reforma eléctrica en España*29 *Ley de fundaciones bancarias: la refundación de las cajas***32 DOSSIER: LAS RENTAS DEL TRABAJO EN PERSPECTIVA**32 *Caen las rentas del trabajo y aumenta la desigualdad*

Oriol Aspachs y Maria Gutiérrez-Domènech

34 *Tecnología y riqueza: ¿dos fenómenos en contra o a favor del trabajador?*

Clàudia Canals

36 *La globalización y la redistribución de la renta*

Sergi Basco

38 *La caída de las rentas del trabajo en España y EE. UU.:**factores coyunturales*

Oriol Aspachs y Ariadna Vidal

Distribución de la renta: el lento declinar de las rentas del trabajo

Este nuevo *Informe Mensual* aborda una temática controvertida, que la larga crisis económica de la zona euro ha puesto de relieve y tiene serias implicaciones políticas: la tendencia continuada a una disminución de las rentas salariales frente a las rentas del capital. Los artículos del Dossier constatan la magnitud del fenómeno, distinguen sus componentes cíclico y tendencial, y exploran las explicaciones más plausibles, a la luz de los datos y de la teoría económica.

El análisis muestra que estamos ante un fenómeno importante, que no es consecuencia de la gran recesión, sino que fundamentalmente obedece a determinantes de largo plazo. Dos de ellos destacan: el proceso de cambio tecnológico, especialmente vinculado a la incorporación de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) a los procesos productivos; y la nueva ola de globalización, que ha permitido fragmentar las cadenas de valor a nivel planetario, poniendo a menudo en competencia directa a trabajadores de los países emergentes con sus homólogos de los países desarrollados. La nueva globalización es nueva, en parte, porque aprovecha precisamente las TIC. En cualquier caso, ambas tendencias reducen el peso de la retribución del factor trabajo en las economías avanzadas, y lo hacen no solo afectando a los trabajadores manuales vinculados al sector manufacturero, sino también a los trabajadores que conforman las clases medias, vinculados a servicios más o menos sencillos, que devienen deslocalizables.

El fenómeno tiene serias implicaciones sociales y, en conjunción con otras tendencias como los flujos migratorios y las crisis cíclicas prolongadas como la que estamos experimentando, es capaz de hacer zozobrar el sistema económico-político a menos que se planteen respuestas de política económica adecuadas. El análisis pormenorizado de la raíz del problema arroja algo de luz tanto sobre qué tipo de políticas deben adoptarse como, lo que no es menos importante, sobre aquellas políticas que es preciso evitar a toda costa.

Veamos primero las recomendaciones en negativo. La primera, obvia pero que merece la pena recordar, es que, a pesar de que el progreso tecnológico y la globalización están en la raíz del problema, ello no significa que sean tendencias contra las que se deba luchar desde la política económica. Aun si ello fuera posible, lo que es difícil en economías abiertas que forman parte de la Unión Europea, sería altamente desaconsejable, puesto que son fenómenos globalmente positivos para nuestras economías y el conjunto de ciudadanos. El reto es gestionar sus potenciales efectos adversos en algunos grupos sociales. Lo que tampoco constituye una política económica adecuada es instrumentar medidas de apoyo a los grupos afectados que sean puramente paliativas y no proporcionen a los ciudadanos los incentivos adecuados para afrontar la situación, tratar de adaptarse a ella y, a ser posible, revertirla. Es la diferencia entre las políticas pasivas y activas en el caso del mercado laboral y, en términos más generales, las políticas orientadas a la movilidad, flexibilidad y empleabilidad de las personas.

De hecho, si algo queda claro del estudio del fenómeno que nos ocupa es que su impacto en el tejido económico y social está estrechamente ligado a los niveles de educación y formación. La experiencia internacional de los países avanzados sugiere que cuanto más elevados son los estándares educativos de la población, más fácil es que las nuevas tecnologías, en lugar de sustituir el factor trabajo lo refuercen, mejorando su productividad y —como consecuencia— su renta. Dicho de otro modo, el factor trabajo resiste mucho mejor el desafío de la globalización si cuenta con un nivel educativo y tecnológico avanzado. Si es así, el desafío se torna oportunidad y una fuente de ganancias directas de la globalización. El trabajador tecnológicamente avanzado se beneficia de la globalización como consumidor, pero también como productor al poder acceder a unos mercados mucho más amplios.

En definitiva, las tendencias tecnológicas y de integración económica global constituyen una realidad inexorable. Si las sociedades occidentales no reaccionan con prontitud y determinación, la brecha de la renta entre los factores clásicos, el trabajo y el capital, puede incrementarse. Para que el factor trabajo no salga perdiendo, con los problemas sociales que ello puede comportar, es fundamental la acumulación de capital humano y, ligada a ella, la calidad de los sistemas educativos. Es urgente que la política educativa y, más ampliamente, la política económica estimulen este proceso de acumulación.

Jordi Gual
Economista Jefe
31 de enero de 2014

CRONOLOGÍA

ENERO 2014

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

DICIEMBRE 2013

18 La Reserva Federal empieza la **retirada de estímulos monetarios**, reduciendo la compra de deuda en 10.000 millones de dólares al mes.

19 El Consejo Europeo aprueba las bases del **Mecanismo Único de Resolución**, una de las piezas clave de la Unión Bancaria.

NOVIEMBRE 2013

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

OCTUBRE 2013

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

SEPTIEMBRE 2013

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

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.

AGENDA

FEBRERO 2014

- 4 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 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).
- 21 Comercio exterior (enero).
- 27 Contabilidad Nacional Trimestral (cuarto trimestre).
Índice de sentimiento económico eurozona (enero).
- 28 Avance IPC (febrero).
Balanza de pagos (diciembre).

MARZO 2014

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

Los países emergentes enturbian un inicio de año prometedor

La mejora de la actividad global se ve empañada por las tensiones en algunos países emergentes. El primer mes de 2014 ha sido testigo de dos fases bien diferenciadas. El inicio del año fue muy prometedor: los indicadores de coyuntura confirmaban la mejora de las condiciones macroeconómicas y el FMI revisaba una décima al alza el crecimiento de la economía global previsto para 2014, hasta el 3,7%. Las perspectivas más favorables en las economías desarrolladas protagonizaban una narrativa con un tono más prometedor para este año. En la segunda mitad del mes, en cambio, los países emergentes han ido copando el grueso de los titulares económicos, y no con buenas noticias. En algunos de estos países, la salida de capital foráneo ha puesto de manifiesto sus vulnerabilidades, lo que ha dado origen a un nuevo episodio de turbulencias que podría poner en riesgo el escenario de crecimiento para 2014 si se enquistan.

El avance de la actividad estadounidense respalda la decisión de la Fed de seguir con el *tapering*. Pese a la ralentización del ritmo de crecimiento del PIB en el 4T 2013 (con un aumento del 3,2% intertrimestral anualizado frente al 4,1% del 3T), la tendencia de fondo sigue siendo de recuperación. La mejora sostenida del mercado laboral y los últimos datos de actividad económica avalan una nueva reducción de las compras mensuales de deuda que efectúa mensualmente la Fed, de 75.000 a 65.000 millones de dólares. Aunque los riesgos asociados a este proceso siguen siendo notables (con repuntes de la volatilidad en las rentabilidades de los mercados de deuda pública norteamericana), nuestro escenario central aboga por un proceso de normalización lento y acompasado a la evolución tendencial del empleo y la inflación.

Reaparecen viejos obstáculos en el bloque emergente. El episodio de inestabilidad iniciado en Argentina, donde la reducción de las intervenciones del banco central en el mercado de divisas provocó una súbita depreciación del peso, ha deteriorado el sentimiento inversor. Como ya ocurrió en verano, ello ha vuelto a poner en la línea de fuego a los países emergentes con elevados desequilibrios externos y dependencia del capital foráneo. Turquía ha sido una de las economías con un mayor repunte de la volatilidad: la severa depreciación de la divisa ha forzado al banco central del país a reaccionar contundentemente y subir el tipo de referencia 550 p. b., hasta el 10%. Las dudas en Brasil y la India también han obligado a nuevos aumentos de tipos, aunque más moderados que en el caso turco. Pese a que estas respuestas de política monetaria puedan

ayudar a contener las tensiones a corto plazo, es aconsejable que los países que se perciben como débiles adopten medidas estructurales creíbles para corregir sus desequilibrios macroeconómicos. Es importante resaltar, sin embargo, que estos problemas no son generalizados en todos los países emergentes. Así, la economía china registró un buen dato de crecimiento en el 4T 2013, del 7,7% interanual, y se desmarca de las noticias negativas del verano pasado.

Las tensiones en los países emergentes se trasladan a los mercados bursátiles. Las ganancias acumuladas en los primeros compases del año se desvanecieron con la aparición de temores a un nuevo capítulo de turbulencias a raíz de la crisis del peso argentino. Aun así, las perspectivas de medio plazo para las bolsas son alcistas. En los mercados europeos, el arranque prometedor de la deuda pública periférica ofrece una nota positiva, aunque la evolución de los índices bursátiles estará sujeta a los resultados de los test de estrés del BCE al sistema financiero europeo.

En la eurozona, se consolida el crecimiento a medida que la periferia recupera terreno perdido. A la espera del dato de cierre de 2013, los indicadores de mayor frecuencia marcan una vía de avance que sigue ganando tracción en el 1T 2014. La mejora de la previsión de crecimiento por parte del FMI para 2014, hasta el 1,0%, muestra que los principales riesgos en la región van perdiendo fuerza a medida que los países de la periferia se suben al tren de la recuperación. Para este año, se espera que la contribución cada vez mayor de la demanda interna al crecimiento retorne la inflación a niveles más moderados (en enero, cedió terreno hasta el 0,7%, presionada por los precios energéticos).

La economía española vuelve a crear empleo. La actividad económica avanzó un 0,3% intertrimestral en el 4T 2013 y se asienta en unas bases cada vez más sólidas: la recuperación de la demanda interna tiene un notable recorrido y el sector exterior sigue ganando competitividad. En este contexto, revisamos al alza las previsiones de crecimiento de 2014 del 0,8% al 1,0% anual. El mercado laboral también es testigo de la mejora de la actividad económica. En el 4T 2013, la economía española generó empleo (en términos desestacionalizados), un fenómeno que no ocurría desde el 1T 2008. El avance de la confianza en las expectativas de empleo y el avance de la actividad hasta niveles acordes con la generación de empleo durante todo 2014, nos llevan a revisar tres décimas al alza la evolución de la ocupación en 2014, hasta el 0,6%.

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⁽¹⁾	3,2	2,9	3,7	3,9	2,8	3,0	3,2	3,7	3,8	3,7
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,8	1,9	3,0	3,0	1,6	2,0	2,7	3,1	3,2	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	1,0	1,5	-1,6	-1,1	-0,1	0,6	1,0	1,1
Japón	1,4	1,6	1,5	1,4	1,3	2,4	2,9	2,8	1,2	1,0
Reino Unido	0,3	1,9	2,2	2,0	2,0	1,9	2,8	2,7	2,3	2,0
Países emergentes										
Rusia	3,4	1,6	2,6	2,9	1,2	1,2	2,6	2,4	2,7	2,6
China	7,7	7,7	7,7	7,5	7,5	7,8	7,7	7,8	7,9	7,5
India ⁽²⁾	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	2,9	3,3	3,3	2,2	2,2	1,8	3,0	3,8
México	3,9	1,3	3,4	3,5	0,5	1,3	0,8	1,8	3,4	3,8
Polonia	2,0	1,4	2,7	3,4	1,2	1,7	2,0	2,4	2,6	2,7
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	3,5	3,5
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,8	1,8	1,4	1,6	1,2	1,5	1,9	1,7
Eurozona	2,5	1,4	1,2	1,7	1,4	1,3	0,8	0,9	1,1	1,1
Alemania	2,1	1,6	1,5	1,8	1,5	1,7	1,3	1,3	1,5	1,5
Francia	2,2	1,0	1,3	1,7	0,9	1,1	0,8	1,1	1,2	1,3
Italia	3,3	1,3	1,3	1,6	1,3	1,1	0,7	1,0	1,2	1,4
España	2,4	1,4	0,8	1,5	1,7	1,2	0,1	0,3	0,6	0,8
Japón ⁽³⁾	0,0	0,4	2,8	1,7	-0,3	0,9	1,4	1,8	3,5	3,2
Reino Unido	2,8	2,6	2,4	2,4	2,7	2,7	2,1	2,2	2,4	2,4
Países emergentes										
Rusia	5,0	6,8	5,6	4,7	7,2	6,4	6,4	6,0	5,8	5,5
China	2,7	2,6	2,4	3,1	2,4	2,8	2,9	2,0	2,2	2,8
India ⁽⁴⁾	7,6	6,3	5,0	5,4	4,8	6,6	7,0	6,0	6,4	3,8
Brasil	5,4	6,2	6,1	5,2	6,6	6,1	5,8	6,0	6,1	6,2
México	4,1	3,8	4,1	3,5	4,5	3,4	3,7	3,9	3,7	4,6
Polonia	3,7	1,2	2,0	2,5	0,8	1,4	0,9	1,7	1,9	2,1
Turquía	8,9	7,5	6,6	5,9	7,0	8,3	7,5	6,6	6,7	6,6

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

(4) Precios de venta al por mayor.

Previsiones

Economía española

	2012	2013	2014	2015	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,8	-2,5	0,8	0,8	-3,3	-2,2	0,0	0,8	1,0	0,7
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	-0,4	1,1	-6,3	-6,3	-3,6	-2,1	0,0	-0,1
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	1,0	1,5	-1,6	-1,1	-0,1	0,6	1,0	1,1
Otras variables										
Empleo	-4,8	-3,2	0,6	1,2	-3,9	-3,2	-1,2	0,1	0,5	1,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,0	26,4	25,2	24,1	26,3	26,0	26,0	26,4	25,2	24,6
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	0,8	1,5	1,7	1,2	0,1	0,3	0,6	0,8
Costes laborales unitarios	-3,0	-2,1	-0,2	1,5	-2,5	-1,9	-0,9	-1,0	-0,6	-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	1,8	2,2	2,5	1,1	1,4	1,8	1,9	2,0	2,1
Saldo público (acum., % PIB)	-10,6	-7,2	-5,8	-4,2	-10,2	-10,3				

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,27	0,28	0,75	0,28	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	0,68	1,46	0,26	0,36	0,32	0,46	0,64	0,77
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	3,06	3,64	1,98	2,70	2,74	2,86	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	0,22	0,25	0,53	0,21	0,22	0,24	0,25	0,25	0,25
Euríbor 12 meses	1,11	0,54	0,56	0,92	0,51	0,54	0,53	0,55	0,55	0,56
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,37	0,97	0,06	0,17	0,16	0,20	0,29	0,42
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	2,01	2,31	1,41	1,78	1,79	1,88	1,95	2,04
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	129,65	137,58	129,91	128,88	131,09	136,78	141,82	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	108,47	107,94	109,25	103,16	109,24	109,23	107,78	107,85	108,01
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	80,74	82,66	78,97	82,46	80,24	79,49	80,68	81,41

Previsiones

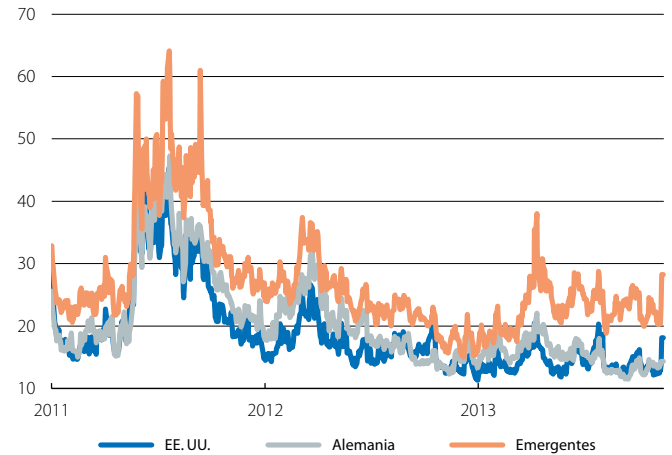
COYUNTURA · Reparación de viejos obstáculos

La calma de los mercados se ve alterada en el tramo final de enero. El primer mes del año ha sido testigo de dos fases bien diferenciadas. Durante la mayor parte se mantuvo el clima constructivo reinante desde finales del pasado verano, al calor de unos indicadores de coyuntura positivos, procedentes de EE. UU., la eurozona en general y España en particular. De hecho, la ausencia de sobresaltos en los primeros pasos efectivos del *tapering* de la Reserva Federal (Fed) supuso una agradable sorpresa. Sin embargo, a finales de mes se ha desatado un nuevo episodio de turbulencias, con origen en algunos países del bloque emergente. La principal afectación se ha observado precisamente en las divisas, bonos y acciones emergentes, pero también los mercados desarrollados se han visto afectados, víctimas de un repunte de la aversión global al riesgo. Con todas las cautelos que la traumática experiencia de los últimos años aconseja, nuestra opinión es que el alcance de este episodio será limitado, y no debe truncar las buenas perspectivas sobre los activos de riesgo para el conjunto del año.

Argentina, epicentro de un nuevo episodio de inestabilidad. A raíz de la reducción de las intervenciones en el mercado de divisas por parte del Banco Central de la República Argentina, el peso sufrió una súbita y severa depreciación que llegó a sobrepasar el 20%. En paralelo a los graves desajustes macroeconómicos que sufre el país, los temores giran en torno a un eventual descenso de las reservas que posee el banco central. En tal circunstancia, la divisa argentina vería acentuarse sobremanera la presión depreciatoria, lo que se traduciría en mayores expectativas de inflación y agravaría la salida de capitales. Si bien la Argentina se encuentra desde hace algunos años relativamente excluida de los circuitos financieros internacionales, el impacto mediático de sus problemas contribuyó decisivamente al deterioro del sentimiento inversor, ya de por sí vulnerable por dos circunstancias conocidas: el trasfondo del *tapering* de la Fed y la existencia de eslabones débiles entre los países emergentes.

Turquía, Brasil y la India vuelven a la primera línea de fuego. En el caso turco, el notable desequilibrio externo y la inestabilidad política agravó el castigo de la lira. La reunión extraordinaria del banco central turco, en la que se aumentó el tipo de referencia en 550 p. b. hasta el 10%, contribuyó a contener las tensiones. Brasil también suscita dudas puesto que sus perspectivas de crecimiento e inflación son poco halagüeñas, lo que ha pasado factura a su divisa. Ello ha obligado al banco central a elevar nuevamente el tipo oficial en 50 p. b., hasta el 10,50%. Factores de similar naturaleza a los de Brasil han llevado al banco central de la India a subir su tipo de referencia desde el 7,75% hasta el 8%. Estas respuestas de la política monetaria pueden ayudar a contener las tensiones, pero sin duda lo verdaderamente aconsejable es que los países percibidos como débiles profundicen en las reformas estructurales (económicas pero también sociopolíticas), en cierto modo siguiendo el

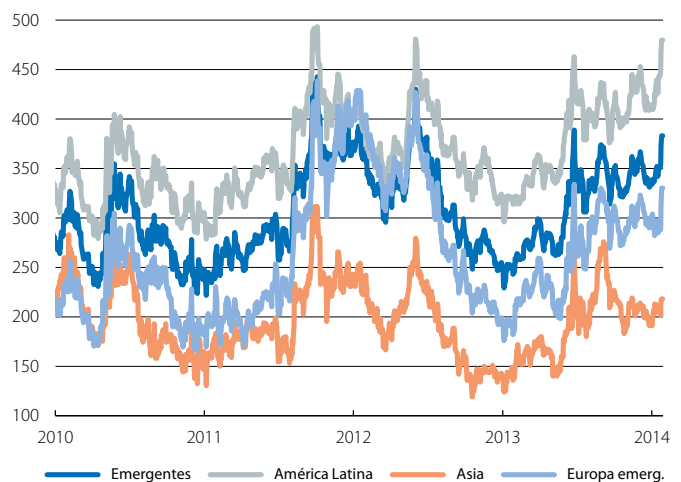
Volatilidad implícita de las bolsas (Índices VIX para EE. UU., VDAX para Alemania y VXEM para emergentes)



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

Spreads de bonos soberanos de países emergentes

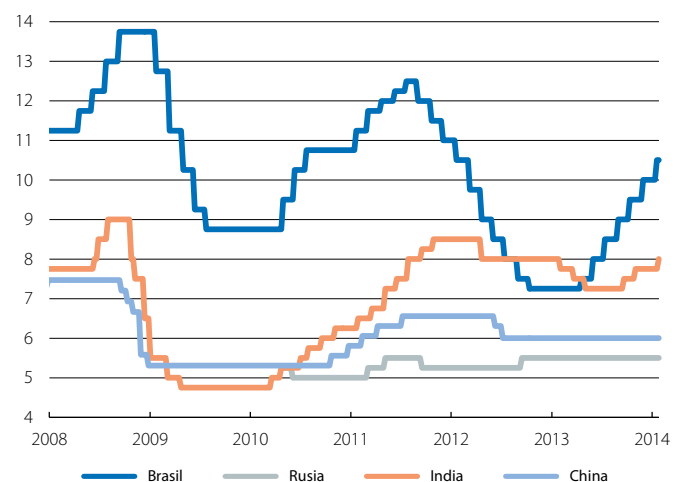
Respecto a una cesta de bonos de EE. UU. (p. b.)



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

Países emergentes: tipos de interés oficiales

(%)



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

ejemplo de los periféricos de la eurozona durante los últimos años. Afortunadamente, hay señales esperanzadoras de que el curso de acción es el deseable, especialmente en la India aunque no tanto en Brasil.

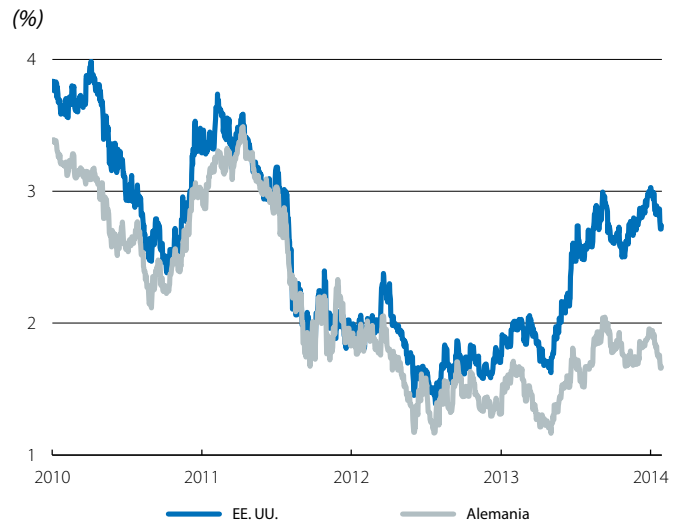
El sistema financiero chino sigue bajo sospecha, pero las autoridades parecen guardianes fiables de la estabilidad. El amago de *default* de un vehículo de inversión de alto riesgo añadió dosis de nerviosismo en los mercados, aunque la celeridad para alcanzar un acuerdo entre las partes implicadas minimizó su impacto y alcance. Episodios de esta naturaleza son susceptibles de repetirse debido a la creciente dimensión del *shadow banking*, pero resulta tranquilizador constatar que las autoridades mantienen el control de la situación. En paralelo, el banco central chino ha incrementado la magnitud de sus operaciones de inyección de liquidez para contener los repuntes de los tipos de interés.

La Fed reduce de nuevo las compras mensuales de deuda, desde 75.000 hasta 65.000 millones de dólares, en la última reunión de Bernanke como presidente. La gran mayoría de analistas e inversores ya anticipaban este nuevo paso en el *tapering*, aun cuando se adoptó en pleno fragor de las tensiones en los emergentes. La Fed lo justificó en atención a la mejora sostenida del mercado laboral y la actividad económica. La institución volvió a remarcar el *forward guidance* sobre los tipos de interés oficiales, que permanecerán excepcionalmente bajos largo tiempo (incluso después de que el desempleo alcance el 6,5%). Tras el anuncio de la Fed, las *yields* de la deuda pública retrocedieron levemente, lo que da continuidad a la tendencia bajista fruto del incremento de la demanda de activos refugio ante el episodio de aumento de la aversión al riesgo.

Más allá del caso de los emergentes, el comienzo del *tapering* se desarrolla sin grandes sobresaltos, si bien los riesgos asociados a este proceso siguen siendo cruciales. Por un lado, no son descartables repuntes de carácter súbito en las rentabilidades de la deuda estadounidense en caso de observar tasas de crecimiento o inflación más intensas de lo previsto. Por otro, la volatilidad en los mercados de deuda pública, ahora en cotas reducidas, podría verse incrementada al hilo de posibles conflictos en el frente fiscal («techo de la deuda»). Con todo, el escenario con mayor probabilidad hoy por hoy es el de un proceso de normalización lento y acompasado a la evolución tendencial del empleo y la inflación.

El repunte de los tipos monetarios de la eurozona no desaparece en el inicio de año, lo que podría precipitar medidas correctivas por parte del BCE. El endurecimiento del mercado interbancario europeo, causado por las devoluciones de las LTRO, no se ha corregido por completo una vez superado el «efecto fin de año». Lo más probable es que los tipos euríbor y EONIA tiendan a relajarse de forma autónoma en las próximas semanas. Si no fuera así, el BCE no dudará en hacer uso de alguna de las diversas medidas que tiene a su disposición para inyectar liquidez y evitar alzas contraproducentes en los tipos de interés monetarios.

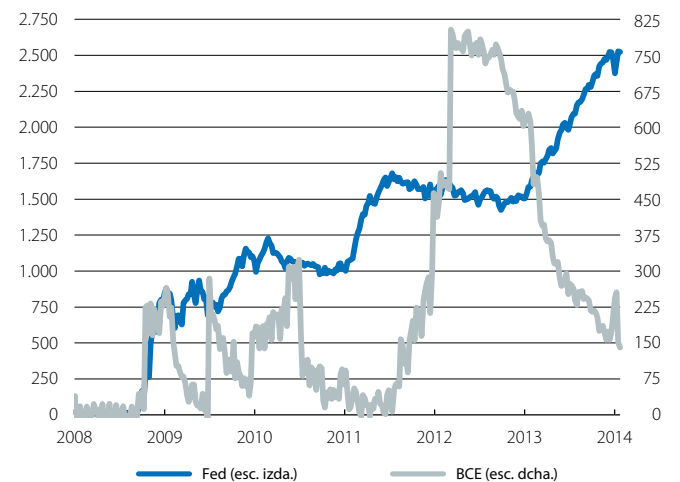
Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

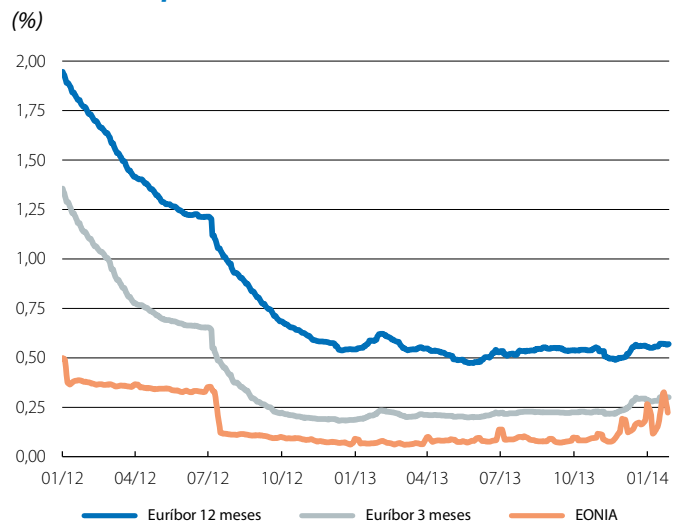
Fed y BCE: exceso de reservas bancarias

(Miles de millones de dólares y de euros)



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

Eurozona: tipos de interés monetarios



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

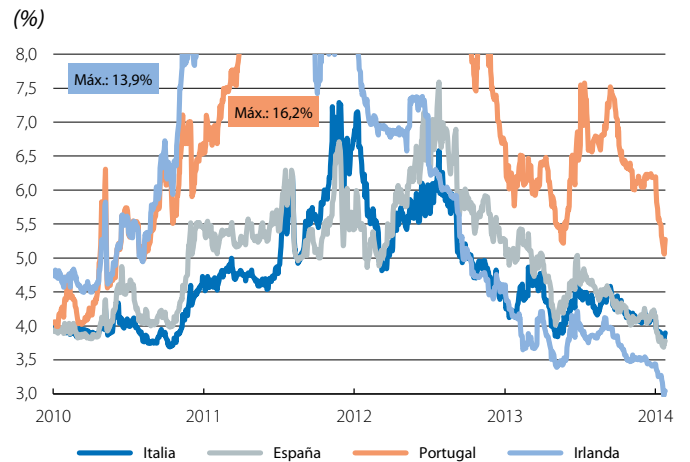
La deuda pública periférica ofrece la nota positiva, con un arranque de año prometedor. El regreso a los mercados de deuda de Irlanda y Portugal para obtener financiación a largo plazo ha supuesto un hito importante (véase el Focus «Los PIIGS vuelven al mercado de bonos, ¿para quedarse?»). Por su parte, el comportamiento del riesgo soberano en España e Italia ha sido altamente satisfactorio. La prima a 10 años de España frente a Alemania se consolida por debajo de los 200 p. b. La caída de los intereses a largo plazo permitió al Tesoro lanzar con gran éxito una macroemisión sindicada a 10 años (véase el Focus «La financiación del Tesoro en 2014: un programa exigente»). Las mejores perspectivas de crecimiento de la economía española avalan el buen comportamiento de las *yields* de su deuda soberana, que ha sido capaz de soportar las tensiones procedentes de los emergentes con mucho mejor nota que otros activos de riesgo.

Los mercados bursátiles sucumben al rebrote de las tensiones en el bloque emergente. Pese a que la renta variable internacional comenzó el año con ímpetu, las ganancias acumuladas se desvanecieron con rapidez y dieron paso a pérdidas en el cómputo mensual. Tres factores explican el repliegue bursátil. En primer lugar, los temores a un nuevo capítulo de turbulencias severas con la crisis del peso argentino, su posible contagio a Brasil y al resto de emergentes como principal protagonista. En segundo, las condiciones de sobrecompra de los propios mercados de acciones (más evidentes en EE. UU., Europa y España), que han contribuido a que la corrección adquiriera mayor envergadura. Por último, el anuncio de la Fed de seguir reduciendo los estímulos monetarios favoreció las cesiones bursátiles, de mayor calado en los mercados asiáticos. Pese a que las perspectivas a medio plazo para las bolsas son alcistas, es de esperar que cada vez adquieran mayor relevancia las expectativas de beneficios empresariales, máxime en un entorno de progresiva normalización en las condiciones de liquidez. En este sentido, un factor que tendrá un papel importante en la evolución del sector financiero europeo y español, y por ende de los índices bursátiles de estos países, es el *Asset Quality Review* y los test de estrés que llevará a cabo el BCE durante los próximos meses.

El euro se mantiene en la parte superior del rango de fluctuación de los últimos meses. La dinámica de crecimiento sostenido en EE. UU. junto al avance del *tapering* deben sostener una lenta y progresiva apreciación del dólar frente al euro.

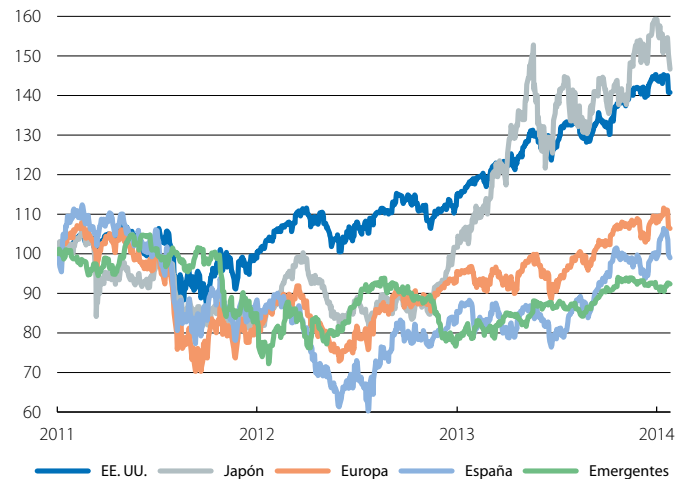
Comportamiento titubeante de las materias primas. El petróleo Brent se mantiene estable en los 107 dólares/barril, tras el descenso registrado en las primeras sesiones del año. El equilibrio bien asentado entre las dinámicas de demanda y oferta (en ausencia de conflictos geopolíticos serios) augura que el precio se mantendrá en el rango 100-110 dólares por barril. Entre el resto de materias primas, la mayoría se han visto moderadamente afectadas por las tensiones en los países emergentes. La excepción notable y significativa ha sido el oro, que ha recobrado los 1.250 dólares por onza debido a su calidad de activo refugio en episodios de inestabilidad.

Eurozona: rentabilidades de la deuda pública a 10 años



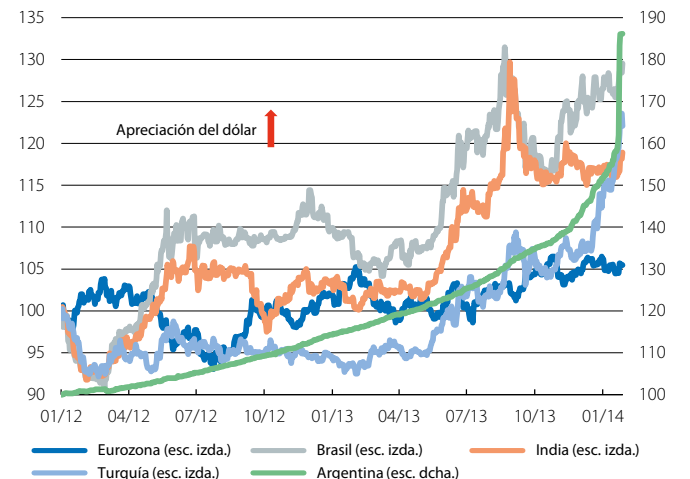
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

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



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

Evolución diversas divisas frente al dólar (1 enero 2012 = 100)



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

FOCUS · Los PIIGS vuelven al mercado de bonos, ¿para quedarse?

Con el inicio del nuevo año, la deuda pública de los países periféricos de la eurozona o PIIGS (por las siglas en inglés de Portugal, Ireland, Italy, Greece y Spain) ha intensificado el ritmo de mejora que venía mostrando a lo largo de los últimos meses. España e Italia han visto reducido el interés exigido sobre sus bonos a diez años por debajo del 4%, nivel previo al estallido de la crisis de deuda soberana. Más simbólico aún es el hecho de que los Gobiernos de Irlanda y Portugal hayan podido volver a los mercados para obtener financiación mediante la colocación de bonos. Incluso Grecia dice estar barajando la posibilidad de financiarse en el mercado de capitales ya en la segunda mitad de este año.

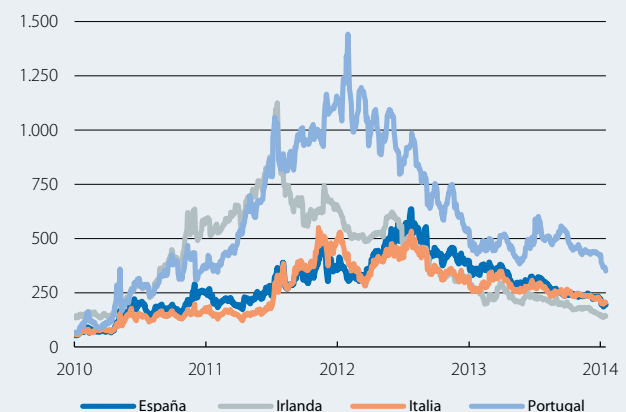
¿Se trata de un episodio de bonanza pasajera o es demostrativo de que la crisis de deuda de la eurozona está camino de una resolución definitiva? La respuesta a esta cuestión tan trascendental requiere considerar múltiples factores. Algunos son de alcance paneuropeo (el grado de compromiso y los avances materiales en la integración económica, financiera y política en la UEM). Otros recaen sobre las espaldas de los países afectados (la corrección de los desequilibrios macroeconómicos y fiscales, así como las reformas estructurales). En conjunto, las perspectivas son favorables, aunque conviene no rebajar el nivel de cautela. Un aspecto de relevancia en principio menor, pero que podría acabar siendo importante según cómo evolucionen los mercados financieros internacionales, es la magnitud y perfil temporal de las necesidades de financiación que enfrentan los distintos Gobiernos. Las proyecciones de déficit y los vencimientos de deuda determinan este factor.

Los casos particulares de Irlanda y Portugal cobran especial relevancia en el año de su *rentrée*. El país celta llevó a cabo con gran éxito una colocación de bonos a diez años a principios de enero, es decir, poco después de que abandonara el programa de rescate el pasado mes de diciembre. Logró colocar 3.750 millones de euros a un coste medio del 3,54%, tras recibir peticiones por 14.000 millones. Portugal, por su parte, realizó la primera emisión de deuda desde mayo del pasado año: 3.250 millones en bonos a 5 años a un coste del 4,66%, mientras que la demanda alcanzó los 11.200 millones. Comparando estas peticiones con las necesidades de financiación de Irlanda y Portugal en 2014, que se sitúan alrededor de los 13.000 y 23.000 millones respectivamente, parece que no deberían encontrar excesivas dificultades adelante.⁽¹⁾ En el caso del país luso, el perfil de vencimientos se ha visto suavizado gracias al intercambio de deuda efectuado en diciembre por el cual un total de 6.600 millones de euros en bonos con vencimiento en 2014 y 2015 han sido pospuestos a 2017 y 2018. Además, el país vecino, que tiene previsto abando-

nar el programa de rescate a mediados de año, prevé captar alrededor de 7.000 millones de euros en los mercados de deuda en 2014, por lo que, con la emisión realizada en enero, ya habría cubierto prácticamente la mitad de dicho objetivo. Irlanda, por otro lado, disfruta de una posición de caja holgada, hasta el punto que la totalidad de las necesidades de financiación para 2014 están cubiertas, si bien se han programado diversas emisiones con el propósito de anticiparse a los elevados vencimientos que deberán atenderse a partir de 2015. Mucho más complejo es el caso griego, que debe hacer frente a unas necesidades totales de financiación de unos 30.000 millones, de los que 6.800 restan hoy por cubrir, es decir, no están dentro del programa de asistencia financiera vigente. Dos son las alternativas de las que dispone el ejecutivo heleno: apelar al mercado de capitales para cerrar la brecha o conseguir de la troika una revisión de los términos. Ciertamente, ni la primera ni la segunda serán fáciles. Posiblemente, una combinación armoniosa de las dos sea la mejor vía de avance.

PIIGS: primas de riesgo de la deuda soberana

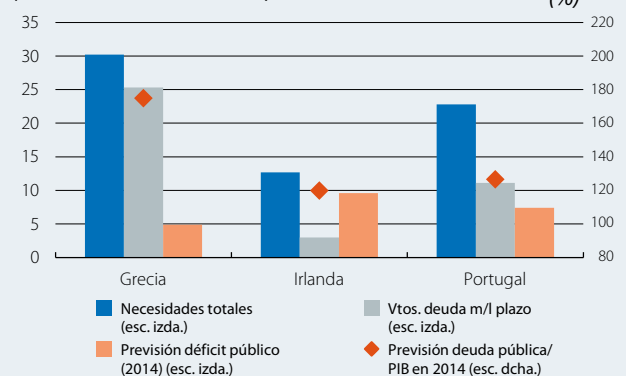
Diferenciales respecto al bund alemán a 10 años (p. b.)



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

Necesidades de financiación del sector público en 2014

(Miles de millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de las diferentes agencias del Tesoro y de la Comisión Europea.

(1) Portugal recibirá 7,8 millones de euros de la troika hasta junio de 2014.

FOCUS · La financiación del Tesoro en 2014: un programa exigente

El inicio de 2014 está siendo favorable para el mercado de deuda pública español. La buena acogida de las subastas del Tesoro ha permitido cubrir, en poco más de dos semanas, el 16,6% de las emisiones a medio y largo plazo previstas para el conjunto del año. Además, el tipo de interés al que se han cerrado ha alcanzado, en algunos casos, mínimos históricos. Las dudas acerca de la sostenibilidad de la deuda pública española parecen alejarse cada vez más, lo que hace más llevadera la carga de un endeudamiento público que, en noviembre de 2013, ya alcanzaba el 93% del PIB.

En este contexto, el Tesoro ha presentado una ambiciosa estrategia de financiación para 2014. Los principales objetivos son dos: seguir reduciendo el coste medio de la deuda a la vez que se aumenta su vida media. Para conseguir ambos objetivos, una mayor diversificación de la base inversora es clave. Durante los últimos años esta se ha reducido de manera notable: en diciembre de 2011, el 50% de los tenedores de deuda pública eran no residentes, una cifra que descendió hasta el 33% en agosto de 2012. En los últimos meses, la tendencia se ha invertido de tal manera que, en diciembre de 2013, este registro se encontraba ligeramente por encima del 40%. Sin embargo, para seguir impulsándola, el Tesoro promoverá modalidades de emisión adicionales a las subastas de deuda ordinarias. Destaca el mayor protagonismo que se espera que tengan las emisiones sindicadas. En enero, por ejemplo, el Tesoro efectuó una emisión de deuda sindicada de 10.000 millones de euros, con una demanda que alcanzó los 40.000 millones de euros.

Asimismo, el Tesoro también quiere potenciar las emisiones de títulos en moneda extranjera o de bonos indexados a la inflación europea. Para estos últimos, de hecho, ya existe un mercado líquido puesto que Francia, Italia y Alemania ya han utilizado este tipo de emisiones, por lo que las del Tesoro dispondrían de una referencia natural.

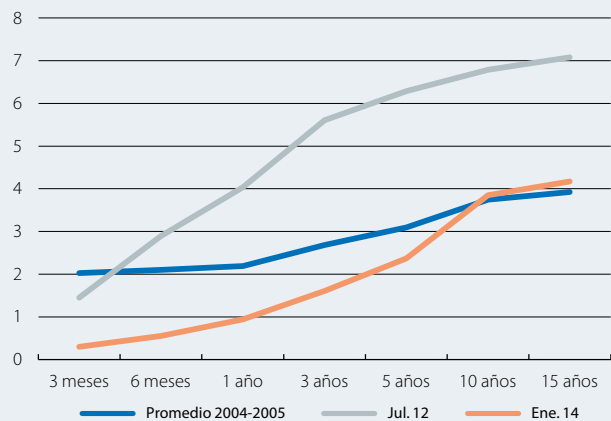
Tras unos años en los que tanto la vida como el coste medio de la deuda se movieron en la dirección menos deseada, en 2013 se consiguió revertir esta tendencia: la vida media aumentó de 6,1 a 6,2 años, mientras que el coste se redujo 38 p. b. Mantener esta tendencia en 2014, sin embargo, supone un importante reto, ya que el volumen de emisiones previsto es de los mayores de los últimos años. Concretamente, el Tesoro prevé que para cubrir los vencimientos de deuda y financiar el déficit público previsto será necesario captar 242.400 millones de euros. En este sentido, la mejora de las condiciones de financiación que ha tenido lugar durante los últimos meses será de gran ayuda. El coste de financiación de la deuda en el tramo corto de la curva se encuentra en mínimos históricos, y la mejora en el tramo largo ha sido muy notable. Para este último, además,

es probable que a medida que se vaya confirmando la reactivación de la economía española, la caída de la prima de riesgo proporcione un apoyo adicional.

En definitiva, a pesar de que las necesidades de financiación previstas para este año son muy elevadas, el Tesoro no debería tener problemas para satisfacerlas sin perjudicar el coste y la vida medias de la deuda. De todas formas, es importante tomar en consideración que el contexto de tipos de interés bajos en el que nos encontramos es excepcional. A pesar de que el BCE ha manifestado que mantendrá el tipo de interés de referencia en los niveles actuales durante un periodo de tiempo prolongado, este volverá a subir a medio plazo, por lo que una buena gestión de la deuda en estos años es de suma importancia.

Curva de tipos de la deuda pública española

Rentabilidad de los títulos de deuda con distinto plazo (%)



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

Indicadores de financiación del Tesoro

	2011	2012	2013	2014 ^(*)
Necesidad de financiación del Tesoro (miles de millones de euros)	199,7	249,6	238,5	242,4
de los cuales: emisiones de bonos a medio y largo plazo ^(*)	97,9	112,7	128,4	133,3
Coste medio de la deuda ^(*) (%)	4,07	4,11	3,73	
Coste medio de las nuevas emisiones de deuda ^(*) (%)	3,90	3,42	2,45	
Vida media de la deuda ^(*) (años)	6,5	6,1	6,2	
Deuda en manos de tenedores extranjeros (% total)	50,5	36,5	40,4	

Notas: (*) Sin incluir préstamo MEDE. (**) Previsiones del Tesoro.

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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-ene	31-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,25	0,25	0	0,0	-50,0
Euríbor 3 meses	0,30	0,29	1	0,9	6,4
Euríbor 12 meses	0,56	0,56	0	0,3	-6,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,07	0,18	-11	-11,0	-5,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,07	0,21	-14	-14,0	-16,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,66	1,93	-27	-27,0	-0,1
Deuda pública a 10 años (España)	3,66	4,15	-49	-49,0	-149,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	200	222	-22	-22,3	-149,0
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,24	0,25	-1	-1,0	-6,1
Líbor 12 meses	0,57	0,58	-1	-1,0	-21,6
Deuda pública a 1 año	0,08	0,11	-3	-3,0	-4,6
Deuda pública a 2 años	0,33	0,38	-5	-5,0	7,0
Deuda pública a 10 años	2,64	3,03	-39	-39,0	64,7

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	31-ene	31-dic	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	82	70	11	11,4	-36,3
Itraxx Financiero Sénior	101	87	14	14,3	-44,7
Itraxx Financiero Subordinado	147	129	18	18,0	-102,3

Tipos de cambio

	31-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,349	1,374	-1,9	-1,9	-0,1
¥/euro	137,630	144,730	-4,9	-4,9	-9,3
£/euro	0,820	0,830	-1,2	-1,2	3,7
¥/\$	102,040	105,310	-3,1	-3,1	-9,3

Materias primas

	31-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	458,0	456,4	0,4	0,4	-6,7
Brent (\$/barril)	107,2	110,8	-3,3	-3,3	-8,9
Oro (\$/onza)	1.244,6	1.205,7	3,2	3,2	-25,3

Renta variable

	31-ene	31-dic	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.782,6	1.848,4	-3,6	-3,6	17,8
Eurostoxx 50	3.014,0	3.109,0	-3,1	-3,1	10,8
Ibex 35	9.920,2	9.916,7	0,0	0,0	20,2
Nikkei 225	14.914,5	16.291,3	-8,5	-8,5	30,6
MSCI emergentes	936,5	1.002,7	-6,6	-6,6	-12,7
Nasdaq	4.103,9	4.176,6	-1,7	-1,7	29,1

COYUNTURA · Los datos siguen hablando de recuperación

El FMI aumenta ligeramente la previsión de crecimiento global para 2014 gracias a la mejora de las economías desarrolladas. La economía mundial crecerá un 3,7% en 2014, una décima por encima de la previsión de octubre. La aceleración en la proyección para EE. UU. se apoya en el menor ajuste fiscal previsto en 2014 y en el repunte de actividad ya acaecido durante la segunda mitad de 2013. La previsión para Japón también se incrementa, amparada por una política fiscal en clave expansiva. Por su parte, la eurozona entrará en terreno positivo después de dos años de recesión. En cambio, la previsión para los emergentes en su conjunto no varía, aunque esconde diferencias significativas entre países. Precisamente, los problemas de algunas economías emergentes, tal y como se ha puesto nuevamente de manifiesto en el tramo final de enero, es uno de los principales riesgos en el escenario de mejora económica global.

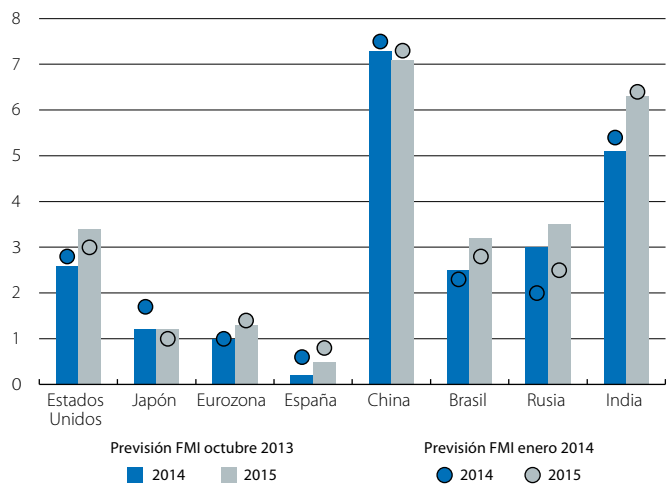
ESTADOS UNIDOS

El avance del 2,7% interanual en el 4T 2013 confirma la recuperación estadounidense y sitúa el crecimiento en el 1,9% para el total del año. Aunque en términos intertrimestrales se ha producido cierta ralentización (3,2% intertrimestral anualizado en el 4T frente al 4,1% en el 3T), la tendencia de fondo es de recuperación. Destaca la mejora significativa del consumo privado y del sector exterior. Sin embargo, la inversión productiva no ha mostrado el vigor esperado y ha vuelto a decepcionar, máxime si se tiene en cuenta la buena evolución de los beneficios empresariales en 2013 (+6,5%). Por su parte, la inversión residencial ha sufrido un retroceso esperado que no debería tener continuidad. También según lo previsto, el consumo público ha restado empuje al crecimiento económico mientras que las existencias todavía tienen una contribución excesiva que deberá revertir en 2014.

La cifra del PIB respalda la decisión de la Fed de seguir con el *tapering* (reducción de 10.000 millones de dólares en la compra de bonos) y encaja con el mensaje que transmitía hace unas semanas en el estudio de campo que elabora regularmente (el *Beige Book*), al comentar que la expansión económica seguía propagándose por todos los estados del país. En coherencia con este mensaje, nuestro escenario central prevé una aceleración en el crecimiento para 2014 (hasta el 3,0%) apoyada en la demanda interna. En particular, el consumo interno ganará tracción gracias al menor ajuste e incertidumbre fiscales y a la mejora de los mercados laboral e inmobiliario. Asimismo, esperamos un aumento significativo de la inversión, favorecida por la mencionada buena evolución de los beneficios empresariales.

Los indicadores de actividad más recientes confirman el pulso firme de la economía estadounidense, aunque con matices. El índice de sentimiento del consumidor subió en enero y se situó en los 80,7 puntos, alentado por la mejora del mercado laboral y las buenas perspectivas económicas de 2014. Los

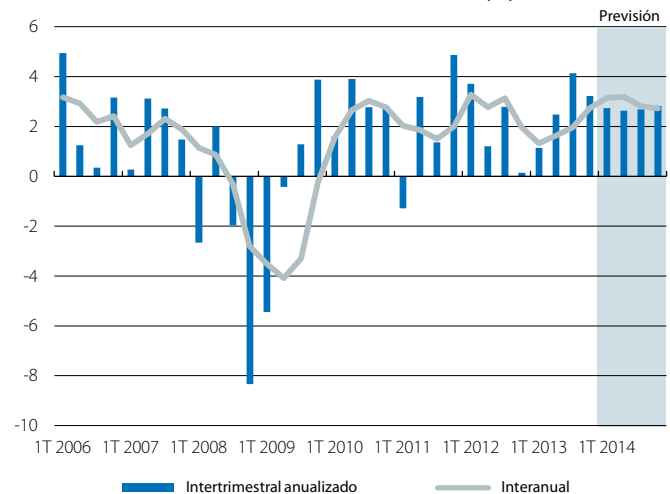
FMI: previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

EE. UU.: crecimiento del PIB

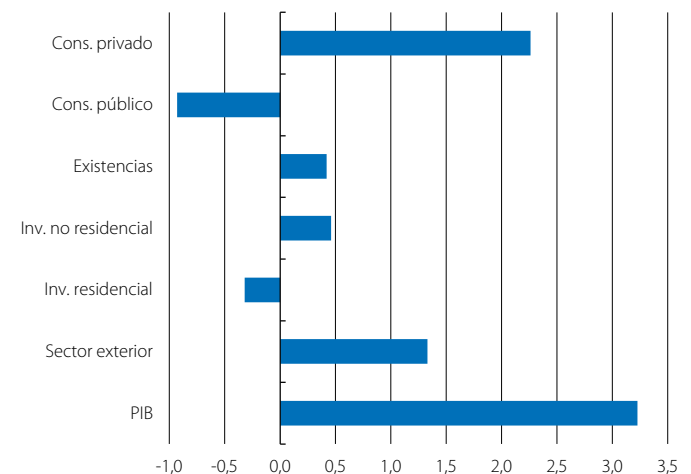
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

EE. UU.: contribuciones al crecimiento del PIB en el 4T

Variación intertrimestral anualizada (%)



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

empresarios también siguen moderadamente optimistas. Así, el índice ISM de sentimiento empresarial de manufacturas permanece claramente por encima del umbral de los 50 puntos (límite entre expansión y recesión), con 57,0 puntos en diciembre. Similar patrón mantuvo el ISM de servicios, que se situó en los 53,0 puntos. Paralelamente, las ventas minoristas avanzaron un 0,2% intermensual (excluyendo gasolina y automóviles, partidas inestables). Por su parte, el mercado inmobiliario mantiene el buen tono. El índice Case-Shiller de precios, que engloba 20 áreas metropolitanas, volvió a sorprender con su registro de noviembre, al avanzar un 13,7% interanual, el mayor ritmo interanual desde 2006. Igualmente, las ventas de casas de segunda mano aumentaron en diciembre un 1% respecto al mes anterior. Esta subida situó el total de transacciones en 5,09 millones para 2013, un 9% por encima de la cifra alcanzada en 2012 y el mejor dato desde 2006.

Los matices asoman en el mercado laboral, que en diciembre ofreció una cifra anormalmente baja de creación de empleo.

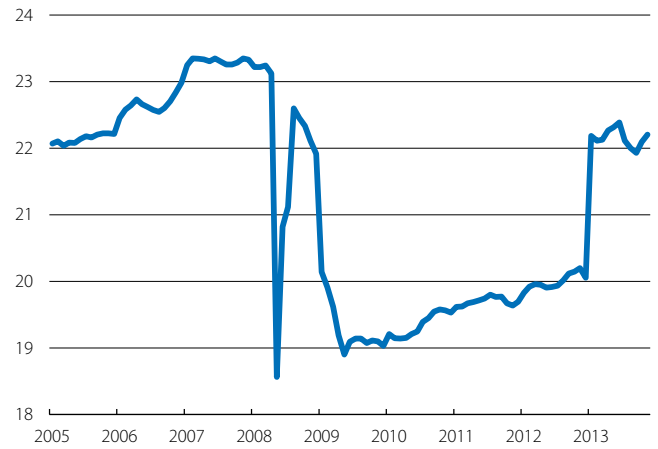
La estadística oficial estima 74.000 nuevos puestos de trabajo creados, claramente por debajo de lo previsto por los analistas y del promedio mensual de 182.000 registrado durante el periodo 2012-2013. Sin duda, el temporal de nieve y frío que azotó medio país explica parte de esta debilidad. Simultáneamente, la tasa de paro ha bajado desde el 7,0% al 6,7%. Esta aparente buena noticia queda ensombrecida por el hecho de que, en su mayor parte, el descenso se explica por el incremento de personas desanimadas que han abandonado la búsqueda activa de trabajo. Ello se refleja en la tasa de participación (ratio entre fuerza laboral y población mayor de 16 años) de diciembre, que se sitúa en el 62,8%, dos décimas por debajo del registro de noviembre.

JAPÓN

El crecimiento se modera en Japón. La economía nipona había crecido por encima de su potencial en la primera mitad de 2013, gracias a una política monetaria expansiva sin precedentes (primer pilar del *Abenomics*). Sin embargo, en la parte final del año, las exportaciones y la inversión (principales motores del avance reciente) han ido perdiendo fuerza. Fruto de ello, la balanza comercial para el conjunto de 2013 volvió a ser deficitaria (2,4% del PIB), a pesar de la fuerte depreciación del yen (18% con respecto al dólar), que debería haber impulsado visiblemente las exportaciones al hacerlas más atractivas en términos de precios. No obstante, nuestra previsión es que Japón no perderá fuelle sino que mantendrá un ritmo razonablemente bueno (en la zona del 1,5%) en 2014. En este sentido, los pedidos de maquinaria de noviembre apuntan a una recuperación de la inversión.

La deflación va desvaneciéndose. La expansión monetaria parece estar dando sus frutos en materia de precios. El IPC de diciembre subió un 1,6% interanual y el IPC subyacente (excluye energía y alimentos) se incrementó en un 0,7%, el máximo desde agosto de 1998. En este contexto, los salarios, que habían tenido un avance prácticamente nulo hasta octubre, repuntaron en noviembre, lo que podría apoyar el consumo interno en adelante.

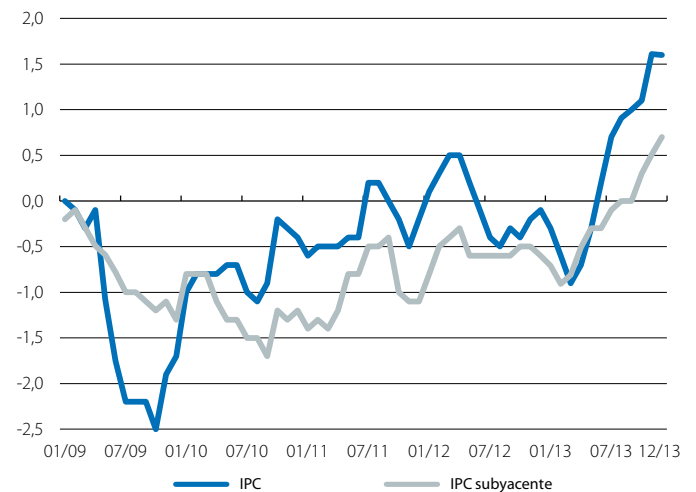
EE. UU.: impuestos personales y contribuciones a la Seguridad Social (% de la renta disponible)



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

Japón: inflación

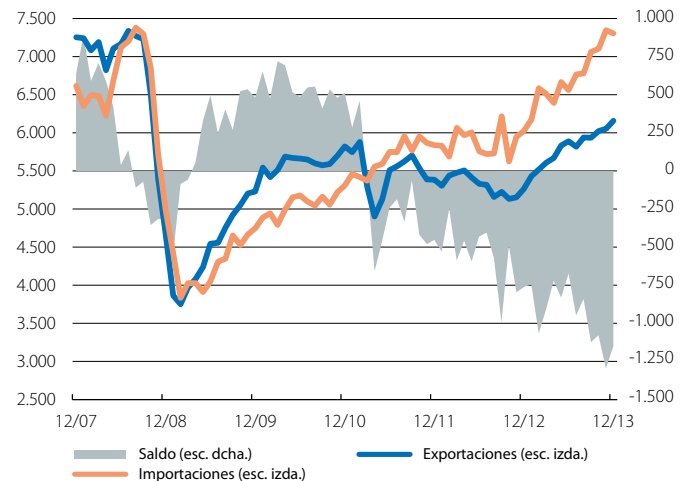
Variación interanual del IPC (%)



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

Japón: balanza comercial

(Datos mensuales, miles de millones de yenes)



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

CHINA

El PIB de China avanza un significativo 7,7% interanual en el 4T y cierra 2013 con un crecimiento también del 7,7%. Aunque en términos intertrimestrales el avance se situó levemente por debajo del registrado en el 3T (1,8% frente a 2,2%), la cifra final está en línea con el objetivo anual del Ejecutivo (del 7,5%) y se desmarca de las noticias negativas procedentes del gigante asiático durante el verano pasado. Todo ello en un contexto de precios firmemente contenidos: la tasa de inflación sigue oscilando alrededor del 2,5%.

Los indicadores de actividad más recientes todavía muestran un sesgo inversor-exportador. A falta de conocer el detalle del PIB por componentes de demanda, esa es la conclusión que se deriva de los indicadores parciales. Cambiar el patrón de crecimiento hacia un modelo apoyado en el consumo interno requiere numerosas medidas y tiempo para ir transformando la realidad económica de un país tan complejo. Así, las exportaciones de diciembre, aunque por debajo de las expectativas del consenso, situaron el crecimiento anual en el 7,9%, prácticamente el mismo ritmo de avance que en 2012. Por su parte, la inversión en capital fijo urbano aumentó un 19,6% en 2013, ligeramente por debajo del 20,7% en 2012.

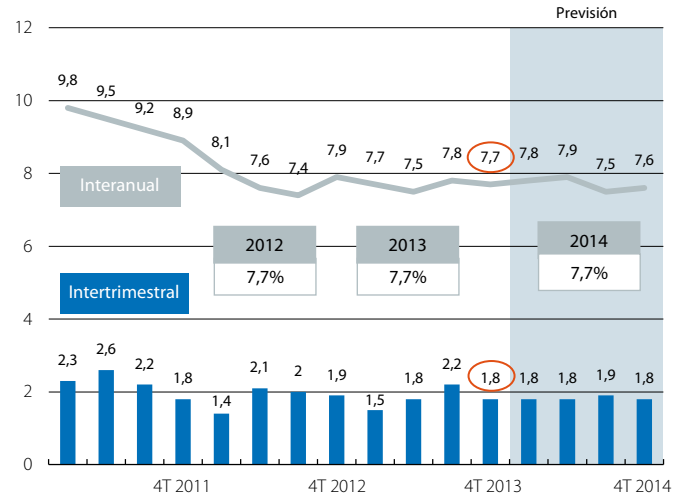
Importantes riesgos siguen presentes en la primera economía asiática: endeudamiento público y sector financiero. Con relación al problema fiscal, el Gobierno ha aumentado la transparencia y el control sobre las finanzas de las administraciones locales. En segundo lugar, también ha tomado medidas para controlar el crédito, tanto en el ámbito bancario como en el creciente *shadow system*. Y es que el crédito al sector privado se ha disparado desde el 120% del PIB en 2007 hasta el 178% a principios de 2013. Sin duda, un mayor control crediticio debería ayudar a contener el precio de las viviendas (otro riesgo significativo) y el gasto de los gobiernos locales, extensamente financiados a través de créditos bancarios a vehículos especiales de inversión.

OTROS GRANDES EMERGENTES

Nuevas oleadas depreciatorias enturbian el panorama en diversos países emergentes. El peso argentino ha sufrido su mayor depreciación desde 2002, más de un 20,5% respecto al dólar entre el 21 de enero y el momento de mayor debilidad, tras la decisión del banco central de limitar las intervenciones en su defensa. El descenso en un 30% de las reservas internacionales desde mayo pasado explica este cambio de política. En última instancia, la depreciación se debe al enquistamiento de los desequilibrios económicos y, en especial, a la inflación (alrededor del 10% desde 2010, según cifras oficiales que muy posiblemente la infraestiman). Turquía, afectada también de presiones inflacionistas y desequilibrios externos importantes, ha sido otra de las economías en sufrir convulsiones severas en la divisa, con una depreciación superior al 6,7% entre el 21 de enero y su mayor momento de debilidad. Ante esta situación, el banco central del país ha reaccionado rápida y contundentemente con una subida generalizada de tipos. Por su parte, la India, Brasil y Sudáfrica han vuelto a sorprender con sendas subidas de tipos (hasta el 8,00% en la India, el 10,50% en Brasil y el 5,5% en Sudáfrica), en aras de defender sus respectivas divisas y frenar la inflación.

China: crecimiento del PIB

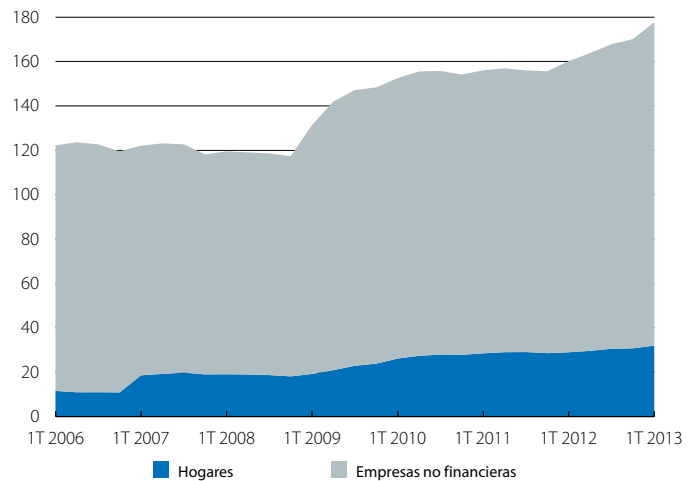
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

China: evolución de la deuda privada

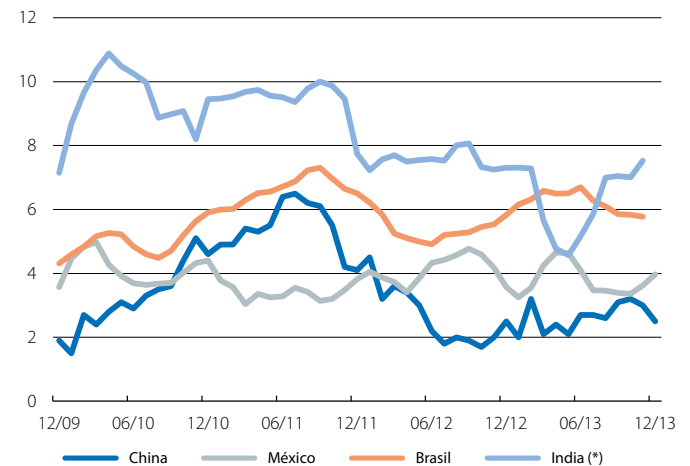
(% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos suministrados por el IIF.

Emergentes: inflación

Variación interanual (%)



Nota: (*) Precios venta al por mayor.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de instituciones nacionales de estadísticas.

FOCUS · Brasil: una recuperación lastrada

De acuerdo con nuestras previsiones, Brasil crecerá en 2014 un 2,5%, una mejora tenue respecto al 2,3% estimado para 2013. Se trata de una reactivación de la actividad sorprendentemente débil, habida cuenta de que la economía mundial mejorará claramente en 2014, al tiempo que se producirán en el país acontecimientos propicios para el crecimiento, como el Mundial de Fútbol (junio-julio) o las elecciones presidenciales y legislativas en octubre. Si, además, sumamos que el país está preparando otro gran hito inversor, los JJ. OO. de 2016, el interrogante alrededor del escaso empuje de la economía brasileña se acentúa.

Una primera respuesta convencional es que el crecimiento potencial de Brasil es más limitado que el de otros emergentes debido a restricciones de oferta. Ciertamente, se trata de un factor que explica que el crecimiento esperado a largo plazo sea relativamente contenido (del orden del 3% para 2014-2020, frente al 4,3% de los grandes emergentes en su conjunto). Sin embargo, en clave cíclica, los factores determinantes son de otro orden.

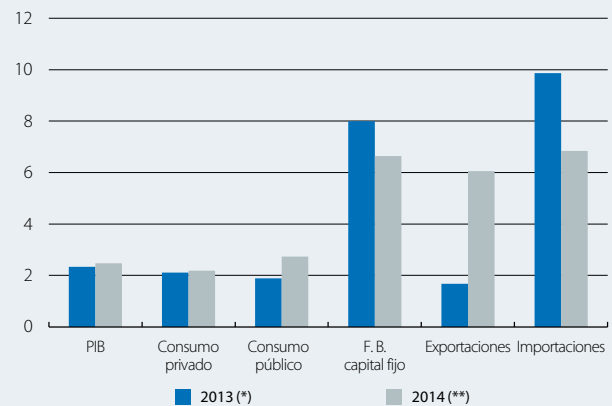
Dos desarrollos condicionan el panorama de Brasil, uno con carácter positivo y otro con implicaciones negativas. El primero es la organización de los dos grandes acontecimientos en marcha (Mundiales y JJ. OO.) con sus proyectos infraestructurales asociados. El segundo, la presencia de diferentes desequilibrios macroeconómicos, en particular un déficit corriente relativamente elevado (en el contexto de las economías emergentes) y una inflación anclada en cotas altas (5,9% interanual en diciembre). Estas debilidades subyacen a las considerables tensiones financieras y la presión depreciatoria sobre la divisa (el real se depreció respecto al dólar un 13% en 2013), que se manifiestan desde mayo pasado, cuando la Fed empezó a comunicar sus planes sobre el *tapering*. Asimismo, el banco central ha respondido a la combinación de la depreciación del real y a las presiones inflacionistas con un aumento del tipo de interés, del 7,25% de abril de 2013 al 10,5% de este año.

En términos de composición del crecimiento, 2013 se distinguió por el fuerte empuje de la inversión (aumento del 8% interanual), que compensó tanto la desaceleración del consumo privado (frenado por el enquistamiento inflacionista) como la aportación negativa del sector exterior. Este último aspecto deriva de la combinación de un aumento claro de las importaciones, que están alimentando la demanda de inversión, pero también de una aceleración moderada de las exportaciones. Partiendo de esta situación, para 2014 prevemos un escaso margen de mejora en materia de consumo privado, dado el contexto de inflación todavía alta y de estabilidad de la tasa de paro. Más expansiva será la dinámica del consumo público, ya que en año de elecciones es habitual una cierta aceleración del mismo, aunque el déficit público de momento se mantiene controlado.

En definitiva, el grueso de la acción quedará en manos de dos componentes: la inversión y el sector exterior. Aunque cabe esperar que el esfuerzo de inversión pública se mantenga en gran medida, no se pueden esperar grandes cambios en materia de inversión privada, instalada en una preocupante tendencia de fondo de escaso dinamismo. Por lo que se refiere a la demanda externa, prevemos una notable reducción de su aportación negativa al crecimiento. Las exportaciones van a recuperar parte del brío ausente en años anteriores, beneficiadas al mismo tiempo por la notable depreciación acumulada del real y las previsiones razonablemente positivas de los principales socios comerciales (China y Estados Unidos, que representan un 30% de las exportaciones brasileñas). Asimismo, el menor empuje de la inversión va a favorecer un crecimiento más contenido de las importaciones.

Agregados macroeconómicos de Brasil

Variación anual (%)

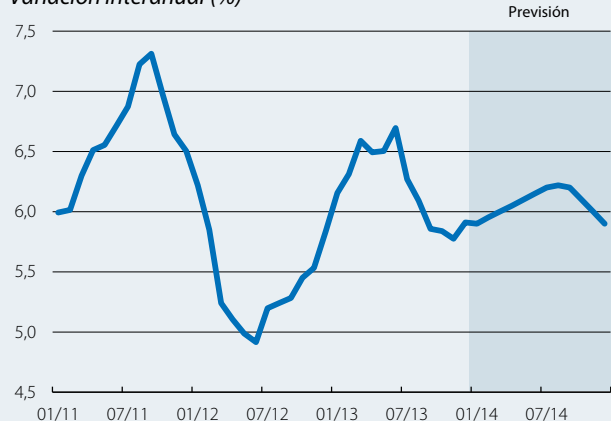


Notas: (*) Estimación. (**) Previsión.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

Brasil: situación y perspectivas de la inflación

Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

FOCUS · La India: el futuro está en sus manos

La India atraviesa una época de cambios en el liderazgo de las principales instituciones económicas. Hace escasos meses, Raghuram Rajan, un afamado profesor de la Universidad de Chicago y antiguo economista jefe del FMI, fue nombrado gobernador del banco central. El próximo mayo, Manmohan Singh cesará como primer ministro tras diez años de ejercicio. Singh despertó en su momento muchas esperanzas, avalado por un gran logro como ministro de Finanzas: las reformas liberalizadoras de 1993, que marcaron un antes y un después en el desarrollo del país. Pero el balance de Singh a lo largo de esta última década ha sido más bien decepcionante. Comparar el progreso de la India con el de su vecina China proporciona una buena referencia, tal vez cruda y exigente, pero sin duda ilustrativa.

En perspectiva, las cifras de la India no son en absoluto desdeñables. Entre 1980 y 2012, la renta per cápita se multiplicó por 3,8 y el peso de su PIB en el total mundial pasó del 2,6% al 5,7%, gracias a una tasa de crecimiento promedio del 6,1%, frente al 3,4% mundial. Pero las de China son notablemente mejores: la renta per cápita se multiplicó por 15,2 en ese mismo periodo, y aumentó su peso desde el 2,2% al 14,7% en el total mundial, fruto de un crecimiento promedio del 9,9%. Ciertamente, tras las reformas de 1993 el crecimiento de la India mejoró: 6,8% en 1993-2012 desde el 5,2% de 1980-1992. Pero aún así, la India sigue sin alcanzar los registros de China.

Existen dos grandes diferencias en los perfiles de desarrollo de ambos países. Primero, por el lado de la oferta: China ha fomentado un modelo basado en la industria mientras que la India lo ha hecho en los servicios. En estos momentos, las diferencias en el peso relativo de estos sectores son muy pronunciadas. Segundo, por el lado de la demanda: China ha otorgado un papel enorme a la formación de capital que alcanza el 50% del PIB, mientras que en la India solo llega a un tercio. Esta mayor intensidad inversora de China le permite compensar la ralentización demográfica (desde 1993 la población china ha crecido un 14% frente al 36% de la hindú).

En referencia a los desequilibrios macroeconómicos, también la India sale mal parada de la comparativa. La India sigue sin controlar la inflación (6,2% en noviembre), a diferencia de China (2,5% en diciembre). El déficit público es un problema serio en la India (8,5% del PIB en 2013), pero no en China (2,5% en 2013). La India presenta déficit por cuenta corriente (4,4% del PIB en 2013) y China, superávit (2,5%).

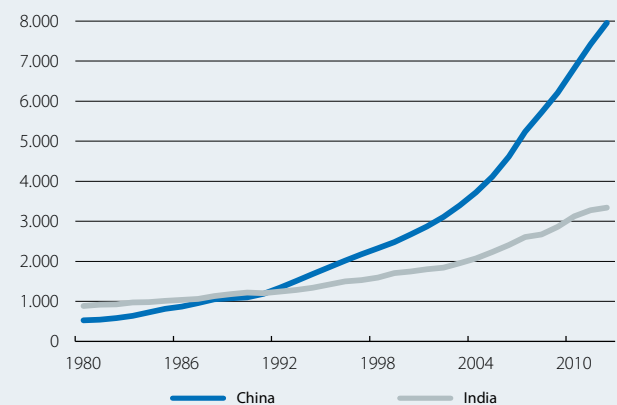
Todo lo anterior no debe interpretarse negativamente en cuanto al futuro económico de la India se refiere. Más bien lo contrario: el recorrido adicional es ingente y su materialización es perfectamente posible si las autoridades

empresen el rumbo adecuado. De hecho, la buena posición de la India en el sector servicios (con un encomiable nivel de productividad por trabajador a pesar de no haber realizado el esfuerzo inversor de otros) le proporciona una baza poderosa para recuperar terreno a China.

Reducir esta brecha pasa por superar las asignaturas pendientes (corrupción, excesiva regulación del sector público, déficit en infraestructuras y retraso en la alfabetización de la población respecto a China), además de corregir los desequilibrios macroeconómicos actuales. El rigor anti-inflacionista del nuevo gobernador (como bien se está poniendo de manifiesto durante las tensiones de las últimas semanas sobre el conjunto de países emergentes) y el talante reformista de Narendra Modi, previsible ganador de las próximas elecciones, son alentadores.

India y China: renta per cápita

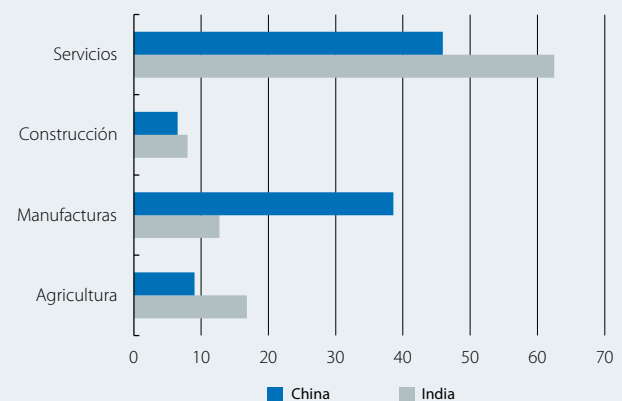
Dólares internacionales, PPA constantes (*)



Nota: (*) PPA, paridad del poder adquisitivo, en dólares de 2005.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Mundial.

India y China: peso de sectores económicos

(% del PIB) (*)



Nota: (*) Datos nominales de 2013.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de las oficinas estadísticas de la India y China.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/13
Actividad							
PIB real	2,8	1,9	1,3	1,6	2,0	2,7	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,9	4,0	3,7	4,2	4,0	4,1	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,3	62,8	75,1	81,0	74,0	80,7
Producción industrial	3,6	2,6	2,4	2,0	2,5	3,6	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,7	53,9	52,9	50,2	55,8	56,9	...
Viviendas iniciadas (miles)	783,2	927,5	957	869	882	1.002	...
Case-Shiller precio vivienda (valor)	141,3	...	150	157	161	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,7	7,6	7,3	7,0	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,6	58,6	58,6	58,5	...
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-3,3	...	-3,1	-3,0	-2,9	...	...
Precios							
Precios de consumo	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6	1,2	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,9	1,7	1,7	1,7	...

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

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

JAPÓN

	2011	2012	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13
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	41,3
Producción industrial	-2,6	0,2	-6,3	-6,5	-3,1	1,9	5,3	6,2	5,9
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	3,7
Balanza comercial ⁽¹⁾ (% PIB)	-0,6	-1,4	-1,4	-1,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4
Precios									
Precios de consumo	-0,3	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	0,9	1,1	1,6	1,6
Precios de consumo subyacente	-1,0	-0,6	-0,5	-0,8	-0,4	0,0	0,3	0,5	0,7

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

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

CHINA

	2012	2013	4T 2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13
Actividad									
PIB real	7,7	7,7	7,9	7,7	7,5	7,8	-	7,7	-
Ventas al por menor	14,3	11,4	14,9	12,3	12,5	12,8	13,3	13,7	13,6
Producción industrial	10,0	9,9	10,0	9,6	9,1	10,1	10,3	10,0	9,7
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,5	50,5	50,5	50,8	51,4	51,4	51,0
Sector exterior									
Balanza comercial ⁽¹⁾ (valor)	230	261	230	274	271	254	252	267	261
Exportaciones	8,0	7,9	9,5	18,4	3,9	3,9	5,6	12,7	4,3
Importaciones	4,3	7,2	3,0	8,3	5,0	8,4	7,6	5,3	8,3
Precios									
Precios de consumo	2,7	2,6	2,1	2,4	2,4	2,8	3,2	3,0	2,5
Tipo de interés de referencia ⁽²⁾ (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,2	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1	6,1

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

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

COYUNTURA · Perspectivas más favorables en la eurozona

El FMI mejora la previsión de crecimiento. En concreto, en enero el organismo revisó una décima al alza la tasa de avance de la economía de la eurozona para el 2014 y 2015, hasta el 1,0% y el 1,4%, respectivamente. España contribuyó de manera notable a esta mejora (del 0,2% al 0,6% en 2014 y del 0,5% al 0,8% en 2015). A pesar de ello, el FMI espera una recuperación a distintas velocidades, más lenta en los países de la periferia que en los del núcleo. En efecto, los niveles elevados de endeudamiento, tanto público como privado, y la fragmentación financiera frenarán la reactivación de la demanda interna. Según el FMI, la demanda externa continuará siendo la principal fuente de crecimiento. Dicho organismo estima que Alemania seguirá liderando la recuperación con un crecimiento del 1,6% en 2014 y del 1,4% en 2015. En Francia, el avance será moderado este año, del 0,9%, pero se espera que gane intensidad en 2015, con un crecimiento anual del 1,5%.

La recuperación de la actividad económica se consolida. En enero, el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI) alcanzó el nivel más alto desde junio de 2011 (53,2). En los últimos meses, este indicador de actividad empresarial ha acentuado su tendencia positiva. El dato de enero, por ejemplo, se sitúa claramente por encima del promedio del último trimestre de 2013, de 51,9 puntos. Si esta trayectoria ascendente continúa, es posible que veamos una ligera aceleración del ritmo de crecimiento del PIB en el 1T 2014. El inicio del año en la eurozona, por tanto, está siendo positivo. Esta vez, el incremento se observa tanto en Alemania como en Francia, que deja atrás tres meses de caídas. Pese a ello, el aún reducido PMI francés (48,5) confirma la dificultad de la economía gala para afianzar una senda de crecimiento confortable. En este sentido, durante los próximos meses será determinante el impacto que puedan tener sobre la confianza de los empresarios y consumidores la concreción de las reformas anunciadas en el Pacto Nacional para el Crecimiento, la Competitividad y el Empleo.

La periferia recupera el terreno perdido. El índice de sentimiento económico que elabora la Comisión Europea siguió la senda alcista iniciada el pasado mes de mayo y se situó en los 100,9 puntos, su nivel más elevado desde julio de 2011. Destaca el reciente mejor comportamiento de la confianza en la periferia. Durante los últimos tres meses, en promedio, el avance del índice de sentimiento económico fue mayor en Portugal y España, de 2,4 y 1,8 puntos, respectivamente, que en los países del centro, aunque en Alemania este indicador ya se encuentra en niveles elevados (106,7 puntos) y sigue mostrando una continuada tendencia ascendente. En Francia, a pesar de un notable repunte en enero, de 1,1 puntos, el índice de sentimiento económico se mantiene débil (97,1 puntos) y no desaparecen las dudas respecto a los pilares que respaldan el crecimiento galo a medio plazo. Estos datos muestran un mayor dinamismo de los países periféricos, y ello podría favorecer que la recupe-

Previsiones de crecimiento del PIB del FMI

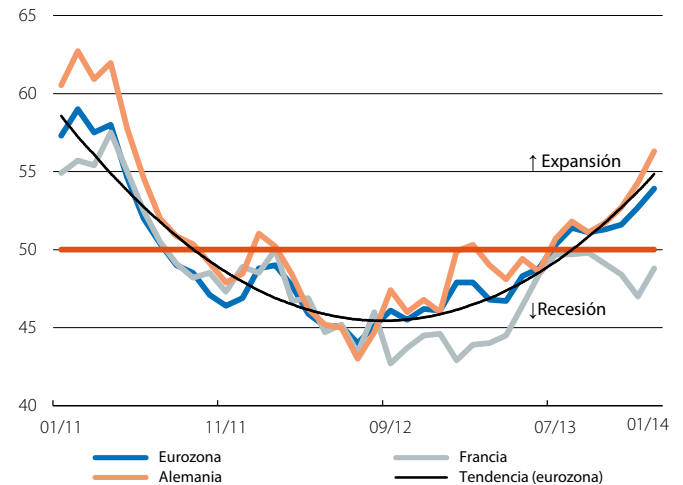
Variación anual (%)

	Previsión actual (enero 2014)		Previsión anterior (octubre 2013)	
	2014	2015	2014	2015
Eurozona	1	1,4	0,9	1,3
Alemania	1,6	1,4	1,4	1,3
Francia	0,9	1,5	0,9	1,5
Italia	0,6	1,1	0,7	1
España	0,6	0,8	0,2	0,5

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

Indicadores de actividad

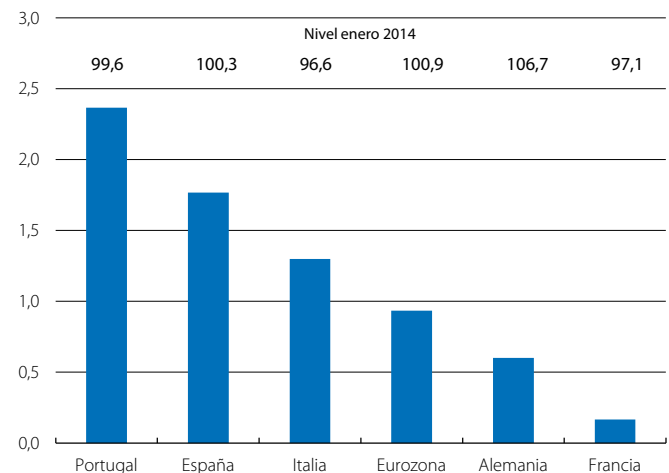
(Índice PMI de manufacturas)



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

Índice de sentimiento económico

Variación mensual promedio de los últimos 3 meses (valor)



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

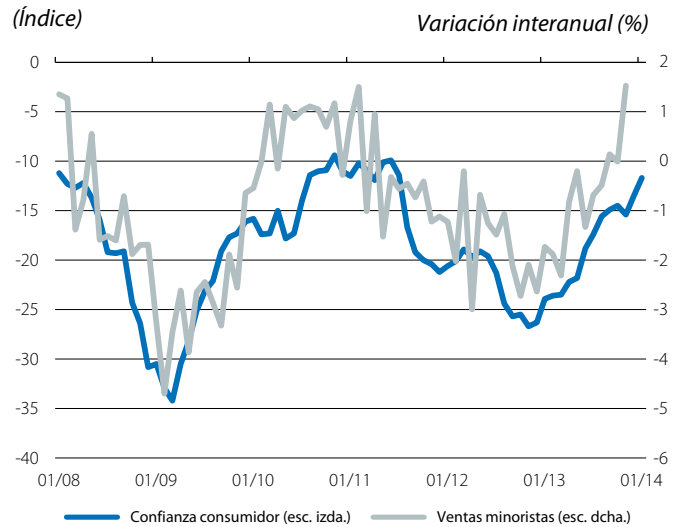
ración de la eurozona acabe siendo algo más vigorosa de lo que se esperaba hace unos meses.

El impulso de la demanda interna permite consolidar el crecimiento. Las encuestas de opinión empresarial de la Comisión Europea sugieren que la inversión aumentará notablemente en 2014. Los resultados muestran también que, en promedio, los factores de demanda serán los principales determinantes de este incremento de la inversión. Por lo que respecta al consumo, las ventas minoristas registraron en noviembre el mayor aumento en cinco años, del 1,5% interanual. Asimismo, la tendencia ascendente de la confianza del consumidor refuerza la creencia de que el consumo tendrá un papel cada vez más destacado en la recuperación. En concreto, este indicador aumentó 1,8 puntos en enero, el mayor incremento desde julio de 2011. Este notable dinamismo del consumo debería contribuir a que la inflación gane terreno y abandone los niveles actuales, muy contenidos (0,7% en enero). De esta forma, se reduciría también el riesgo de deflación. En este sentido, el presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, insistió durante su intervención en el «World Economic Forum Annual Meeting» de Davos en que la probabilidad de deflación es baja. Además, reiteró el fuerte compromiso de la máxima autoridad monetaria para adoptar medidas adicionales en caso de que fuera necesario.

La estabilización de la renta bruta disponible de los hogares respalda el consumo. En concreto, en términos desestacionalizados, la renta bruta disponible aumentó un 0,4% intertrimestral en el 3T 2013, un avance considerable si se compara con el estancamiento de 2012. Esta mejora de la renta bruta disponible, por tanto, está en consonancia con un crecimiento moderado del consumo. El avance de la renta bruta disponible permitió que, a pesar del ligero incremento del consumo privado, la tasa de ahorro aumentara una décima, hasta el 13,0% en el 3T 2013.

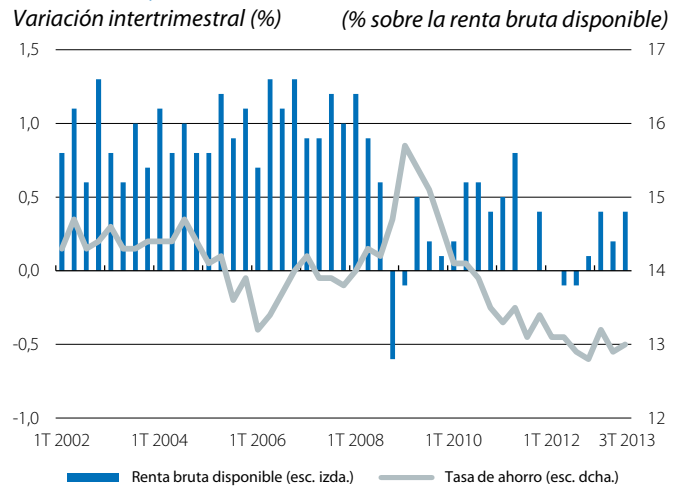
El cambio de tendencia en el mercado laboral confirma la recuperación de la demanda interna. La tasa de paro ha tocado techo. En diciembre, por tercer mes consecutivo, se mantuvo en el 12,0%, por debajo del promedio del conjunto del 2013, del 12,1%. La mejora de las expectativas de creación de empleo en enero, por noveno mes consecutivo, confirma la reactivación de la ocupación. Se espera que la tasa de paro disminuya durante los próximos meses y se sitúe en el 11,8% anual en 2014. Esta reducción será muy gradual porque las empresas aumentarán primero el número de horas trabajadas. Además, es posible que los trabajadores desanimados por la mala situación económica y que abandonaron el mercado laboral se incorporen de nuevo para encontrar un empleo a medida que la reactivación económica vaya recuperando el pulso. Si bien las diferencias entre países siguen siendo importantes, destaca el mejor tono de la periferia. En concreto, el índice de expectativas para el sector de servicios aumentó significativamente en España, en 7,8 puntos, y se situó, por primera vez desde el verano de 2008 en terreno positivo. En Alemania, la situación del mercado laboral sigue siendo ejemplar,

Eurozona: indicadores de demanda



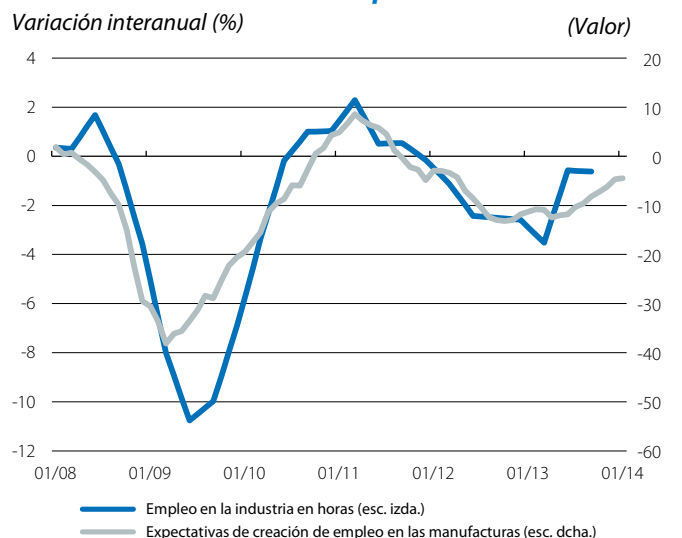
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Eurozona: evolución de la renta bruta disponible y el ahorro de las familias (*)



Nota: (*) Serie desestacionalizada. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: indicadores de empleo



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

con un índice de expectativas de creación de empleo que avanza a buen ritmo a pesar de que la tasa de paro ya se encuentra en mínimos históricos. Para el conjunto de la eurozona, es de esperar que a medida que la reactivación del mercado laboral se consolide, la tendencia positiva de la renta bruta disponible siga apoyando un avance más sostenido del consumo de los hogares.

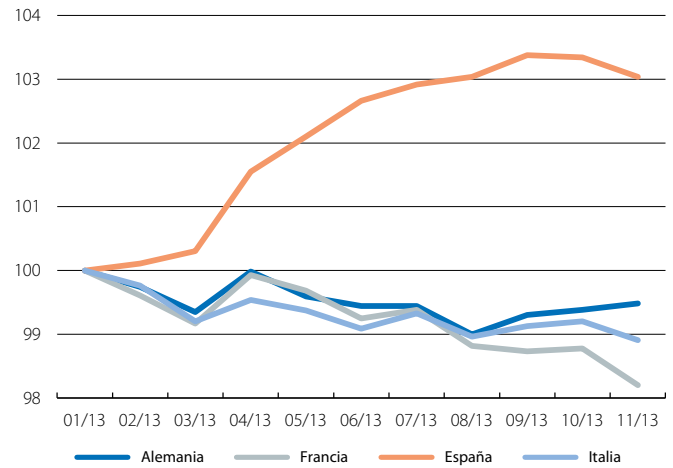
Las exportaciones pierden fuerza pero las expectativas son favorables. A lo largo del último año, el volumen de exportaciones ha caído en las economías más grandes de la eurozona. La excepción ha sido España, que durante todo el año ha presentado una evolución claramente positiva, a pesar de que en los últimos meses de 2013 perdiera el empuje inicial. Para el conjunto de la eurozona, se espera que este menor dinamismo de la demanda externa sea transitorio. En este sentido, es alentador que el índice de expectativas de exportaciones de la Comisión Europea muestre una tendencia positiva, lo que apunta a que el sector exterior siga apoyando de forma notable el proceso de recuperación.

Datos positivos en el Reino Unido, pero con interrogantes. Según el avance del instituto de estadística británico, el PIB de este país creció un 0,7% intertrimestral en el 4T 2013. En el conjunto de 2013, el avance fue del 1,9% (0,3% en 2012), la mayor expansión desde 2007 y superior a la que se preveía hace unos meses. Este mejor resultado se debe a una revisión al alza de la serie a partir del 1T 2012, y denota que el ritmo de avance ha sido claramente superior al de la mayoría de países de la UE. Por tanto, las cifras fueron, a primera vista, muy alentadoras. No obstante, un escrutinio más a fondo de la composición de dicho crecimiento pone en duda su recorrido, ya que depende en gran medida del consumo privado y de la acumulación de existencias. Además, la evolución del sector exterior sigue siendo pobre. Los desequilibrios de fondo de la economía británica, por tanto, no parece que se estén corrigiendo. Otro factor que llama la atención es el bajo nivel de productividad. Desde que la recesión económica tocó fondo en 2009, el PIB británico se ha ido recuperando hasta situarse en el 3T 2013 un 2% por debajo del nivel en 2008. En cambio, la productividad (el PIB por hora trabajada) fue un 4,4% inferior.

La Comisión Europea presenta una reforma para reforzar la estabilidad financiera de la UE, un paso más para reducir la fragmentación en los mercados financieros que sigue presente. El proyecto busca rebajar el riesgo que rodea a los bancos sistémicos separando del banco matriz actividades de negociación por cuenta propia potencialmente arriesgadas y mejorando la transparencia de la banca en la sombra. A pesar de que el número de entidades que se verían afectadas si finalmente se aprueba dicha normativa es relativamente reducido, en torno a 30, representan el 65% del conjunto del sistema bancario de la UE. Estas medidas están pendientes de ser aprobadas por el Parlamento Europeo y, aunque en principio no se esperan grandes cambios respecto al proyecto presentado por la CE, las elecciones previstas para el próximo mayo podrían retrasar significativamente el calendario de su aprobación final.

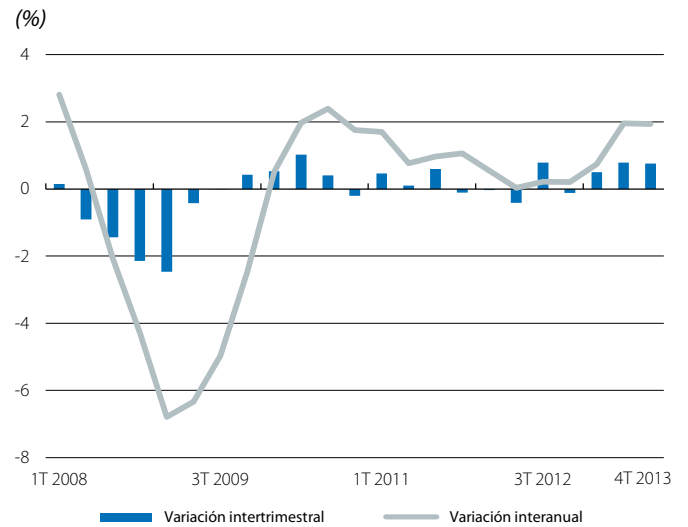
Evolución de las exportaciones nominales (*)

(Índice, enero 2012 = 100)



Nota: (*) Datos acumulados de 12 meses.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

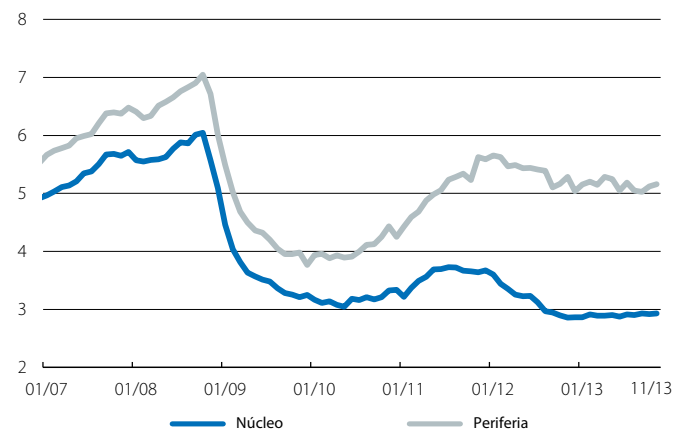
Crecimiento del PIB del Reino Unido



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

Eurozona: crédito a empresas

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



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

FOCUS · Inflación: un fenómeno monetario

Tal y como dijo Milton Friedman una vez: «La inflación es siempre y en cualquier lugar un fenómeno monetario». Analicemos, pues, bajo este prisma, la evolución reciente de la inflación y los posibles riesgos de que esta permanezca de forma sostenida en niveles demasiado bajos.

Según la teoría cuantitativa del dinero, los precios varían proporcionalmente con la oferta monetaria. Esta relación se sustenta con la identidad de que el valor de las transacciones que se llevan a cabo en una economía es igual a la cantidad de dinero existente en esa economía multiplicado por las veces que ese dinero cambia de manos (lo que llamamos la velocidad de circulación del dinero).⁽¹⁾ Con base en el supuesto de que la velocidad del dinero es relativamente constante, un crecimiento de la oferta monetaria en línea con un crecimiento de la actividad económica implica estabilidad de precios. Por el contrario, si la oferta monetaria crece más rápidamente que la actividad económica, esto genera presiones al alza en los precios, es decir, inflación.

En el primer gráfico observamos la evolución histórica para la eurozona de la variación de la oferta monetaria (M3) no respaldada por el crecimiento económico (la diferencia entre el crecimiento de la oferta monetaria y del PIB) y la inflación subyacente. Como se advierte, parece existir cierta relación positiva entre ambas variables a largo plazo. La correlación contemporánea se encuentra ligeramente por encima del 60%. Sin embargo, a corto plazo, y de forma transitoria, la relación entre ambas variables puede debilitarse si otros factores entran en juego. La velocidad del dinero, por ejemplo, suele fluctuar a lo largo del ciclo económico. En momentos de elevada incertidumbre en los que las preferencias por el ahorro y la liquidez pueden aumentar súbitamente, la velocidad del dinero se reduce y la oferta monetaria puede aumentar sin que ello se traduzca a corto plazo en un aumento de los precios.

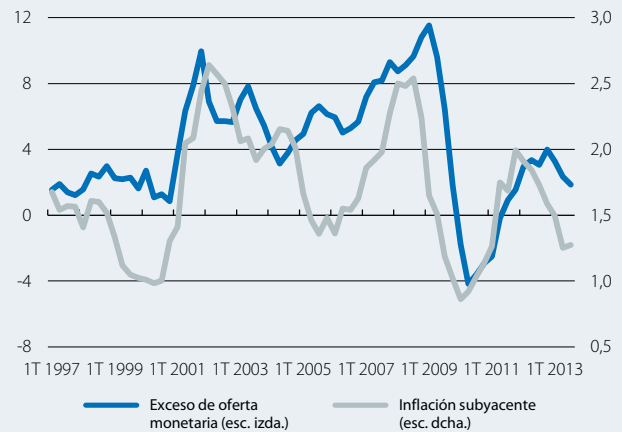
En el contexto actual, con una tasa de inflación que se encuentra en niveles relativamente bajos y en el que, de momento, las señales de que inicie una senda alcista son más bien escasas, la tendencia bajista reciente de la oferta monetaria no invita al optimismo.

Parte del descenso que está experimentando la tasa de crecimiento de la oferta monetaria es resultado de un menor exceso de liquidez en el sistema. A medida que la reactivación económica se ha ido afianzando en los últimos trimestres, las entidades financieras han reducido las holgadas posiciones de liquidez que acumularon en los

momentos más álgidos de la crisis con motivo de precaución. La rápida caída del exceso de liquidez también se debe a la caída de las reservas bancarias. Los bancos aceleraron el ritmo de devoluciones de los préstamos LTRO para hacer frente al *Asset Quality Review* que llevará a cabo el BCE este año. De hecho, la rápida bajada de la liquidez llegó a generar algunos repuntes del EONIA a finales de diciembre de 2013. El BCE, por tanto, debe mantenerse muy alerta y volver a actuar si la situación actual se enquistara. Una tasa de inflación demasiado baja dificulta el proceso de desapalancamiento y la posibilidad de que los países periféricos sigan ganando competitividad a través de la contención de precios y salarios.

Inflación subyacente y exceso de crecimiento de la oferta monetaria

Variación interanual (%)

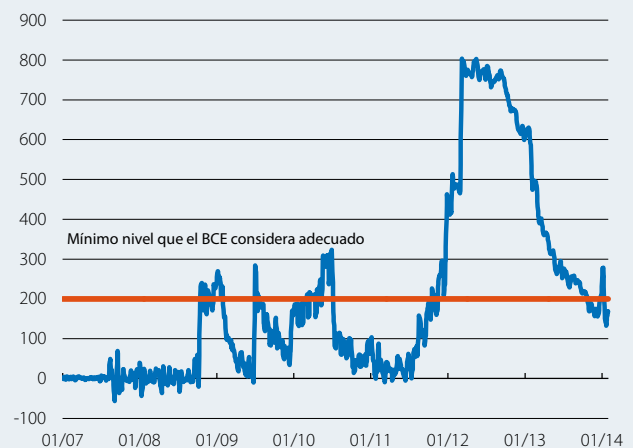


Nota: Exceso de crecimiento de la oferta monetaria: diferencia entre el crecimiento de la oferta monetaria (M3) y el crecimiento del PIB.

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

Exceso de liquidez de los bancos en el BCE

(Miles de millones de euros)



Nota: Promedio de los últimos 5 meses de los depósitos de los bancos comerciales en el BCE menos lo requerido por la institución.

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

(1) $M \times V = P \times Y$ o $dM + dV = dP + dY$. Donde M es oferta monetaria (dM son las variaciones en esa variable), V es la velocidad de circulación del dinero, P son los precios e Y el PIB en términos reales.

FOCUS · Lecciones de Irlanda

En diciembre de 2013 Irlanda cerró el programa de ayuda financiera de la troika con éxito. Muestra de ello es la buena acogida que tuvieron las subastas de deuda pública en enero y las favorables perspectivas de crecimiento que presenta el país celta: para 2014 y 2015 el consenso de analistas espera un crecimiento del PIB del 1,9% y del 2,4% respectivamente, registros claramente superiores a los previstos para los países del núcleo de la eurozona y para el conjunto de países periféricos.

Es preciso recordar que el rescate de Irlanda acabó siendo necesario por las pérdidas que la crisis del sector inmobiliario ocasionó al sector financiero y, en última instancia, al sector público. A diferencia de otros países periféricos, la economía irlandesa no presentaba problemas de competitividad acusados. Los requerimientos de la troika se centraron, por tanto, en sanear el sector financiero y en asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas. La reestructuración del sector financiero ha sido profunda: los activos más dañados se concentraron en un banco malo y el resto de entidades, que fueron recapitalizadas, hoy presentan unas ratios de capital claramente por encima de los requisitos mínimos exigidos por Basilea III.

El sector público también tuvo que tomar medidas drásticas para asegurar la sostenibilidad de sus cuentas. A pesar de que el punto de partida de la deuda irlandesa era muy bueno (en 2007 representaba el 25% del PIB), la asunción de las pérdidas del sector financiero la ha elevado en 79 p. p. Ello, junto con el impacto que ha tenido la recesión, la ha situado por encima del 100% del PIB (en 2013 está previsto que cierre en el 123,9%). A pesar de que el déficit público todavía se encuentra en cotas elevadas, la rápida y eficaz implementación de medidas de consolidación fiscal ha conseguido ahuyentar los temores sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas. El Gobierno irlandés ha reducido el déficit en 4 p. p. desde el máximo que alcanzó en 2009, más de lo que han hecho España o Portugal.⁽¹⁾

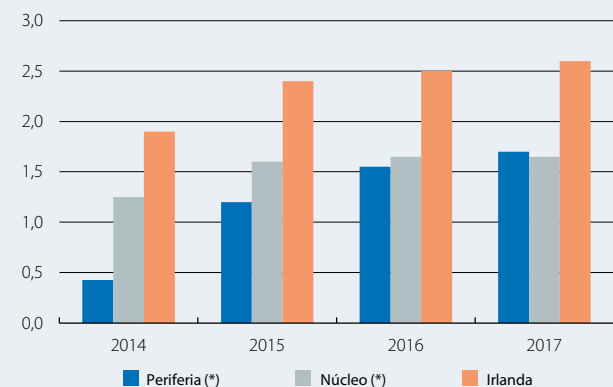
Además, Irlanda ha podido contar con una economía competitiva y muy internacionalizada. En 2007, antes de que se iniciara la recesión, el peso de las exportaciones en el conjunto de la economía ya era muy elevado, representaban el 80% del PIB. Pero durante los últimos años este ha aumentado hasta alcanzar el 106,7% en el 3T 2013. Este fuerte incremento es resultado, en parte, de la contracción del PIB, que acumula un descenso del 7,5% entre 2007 y el 3T 2013. Las exportaciones, en cambio, han mantenido un ritmo de crecimiento del 2,4% en promedio gracias, en gran medida, a las importantes ganancias de competitividad conseguidas.

(1) Para este cálculo se tiene en cuenta el déficit público excluyendo las pérdidas por la ayuda al sector bancario.

En definitiva, la rápida actuación de las autoridades irlandesas, y la significativa devaluación interna, han permitido al país celta escapar relativamente rápido del punto de mira de los inversores internacionales. De todas formas, las secuelas del hundimiento del sector inmobiliario sobre el sector financiero y las cuentas públicas tardarán en desaparecer, por lo que Irlanda deberá seguir manteniendo una férrea disciplina.

Previsiones del crecimiento del PIB

Variación interanual (%)



Nota: (*) Periferia: incluye Grecia, Italia, España y Portugal. Núcleo: incluye Francia y Alemania.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de FocusEconomics.

Irlanda: principales indicadores

	2007	2013
Indicadores macroeconómicos		
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-5,3	4,2
Tasa de paro (%)	4,6	13,7
Saldo público (% PIB)	0,1	-7,3
Deuda pública (% PIB)	25	123,9
Indicadores financieros		
CDS de la banca ⁽¹⁾	65,4	491,7
Ratio de capital CT1 (%)	6,3 ⁽²⁾	14,1
Tasa de morosidad (%)	0,8	11,5
Indicadores de competitividad		
Ranking de competitividad ⁽³⁾	22 ⁽²⁾	28
Coste laboral unitario ⁽⁴⁾ (2000 = 100)	120,4	101,4

Notas: (1) Promedio ponderado de los CDS de Bank of Ireland y Allied Irish Bank. (2) Dato de 2008. (3) Posición en el ranking del índice de competitividad calculado por el WEF. (4) Calculado respecto al índice del coste laboral unitario real de la eurozona.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI, la OECD, Bloomberg, el BCE y el World Economic Forum.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2011	2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13	01/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,3	-1,7	-2,0	-0,8	-0,3	-0,3	1,6	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	3,5	-2,5	-2,3	-1,0	-1,1	0,5	3,0	...	...
Confianza del consumidor	-14,5	-22,1	-23,5	-20,8	-15,9	-14,4	-15,3	-13,5	-11,7
Sentimiento económico	101,8	90,8	90,5	90,2	95,3	98,1	98,8	100,4	100,9
PMI manufacturas	52,2	46,2	47,5	47,9	50,9	51,3	51,6	52,7	53,9
PMI servicios	52,6	47,6	47,6	47,5	50,9	51,6	51,2	51,0	51,9
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	0,3	-0,7	-1,0	-1,0	-0,8	-	-0,8	-	-
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	10,2	11,4	12,0	12,1	12,1	12,0	12,0	12,0	...
Alemania (% pobl. activa)	6,0	5,5	5,4	5,3	5,3	5,2	5,1	5,1	...
Francia (% pobl. activa)	9,6	10,2	10,8	10,8	10,9	10,8	10,8	10,8	...
Italia (% pobl. activa)	8,4	10,7	11,9	12,1	12,3	12,5	12,8	12,7	...
España (% pobl. activa)	21,7	25,0	26,5	26,4	26,5	26,3	26,1	25,8	...

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

Sector exterior

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

	2011	2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13
Saldo corriente: zona del euro	0,1	1,5	1,8	2,2	2,2	2,4	2,5	...
Alemania	6,2	7,0	6,9	7,0	7,0	7,1	7,2	...
Francia	-1,8	-2,2	-2,1	-1,7	-1,7	-1,6	-1,5	...
Italia	-3,1	-0,4	0,1	0,3	0,6	0,7	0,8	...
España	-3,8	-1,1	-0,2	0,4	0,7	0,8	0,8	...
Tipo de cambio efectivo nominal ⁽¹⁾ (valor)	103,4	97,9	100,7	100,8	101,9	102,8	102,6	103,8

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2011	2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13	
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ⁽¹⁾	2,0	-0,3	-1,4	-2,2	-2,8	-3,0	-3,1	-2,9	
Crédito a hogares ⁽¹⁾⁽²⁾	2,7	1,2	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁽³⁾ (%)	2,8	2,4	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	...	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁽⁴⁾ (%)	3,3	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	...	
Depósitos									
Depósitos a la vista	1,4	4,1	8,0	9,4	7,7	7,1	6,9	5,9	
Otros depósitos a corto plazo	2,6	2,0	1,0	0,1	0,2	-1,2	-1,5	-1,8	
Instrumentos negociables	-5,5	0,5	-9,7	-15,4	-17,2	-17,9	-16,2	-16,4	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,6	2,8	2,4	2,1	1,8	1,7	1,6	...	

Notas: (1) Datos ajustados de ventas y titulaciones. (2) Incluyen las ISFLSH. (3) Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. (4) Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

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

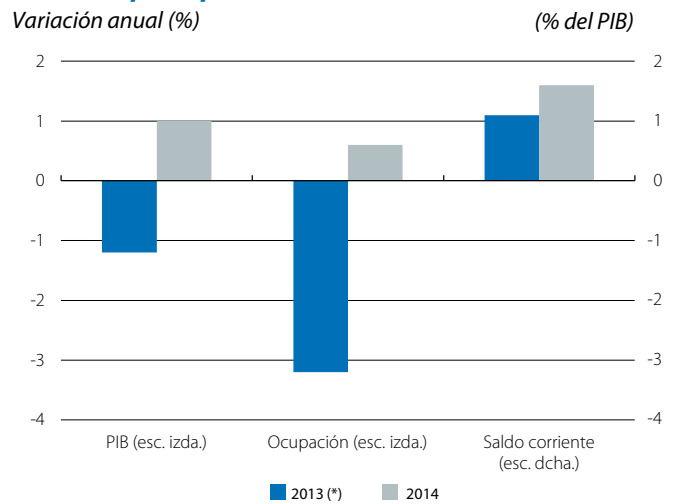
COYUNTURA · La demanda interna se suma al crecimiento

Mejora del escenario de crecimiento para 2014. Los datos económicos más recientes permiten encarar este año con renovado optimismo. Los indicadores de actividad de enero han mantenido la trayectoria ascendente con la que abandonaron 2013, que finalizó con un avance del PIB del 0,3% intertrimestral en el 4T. Además, el crecimiento se asienta sobre unas bases cada vez más sólidas: la recuperación de la demanda interna presenta un notable recorrido y el sector exterior sigue ganando competitividad. Ante estas perspectivas, el FMI elevó significativamente las previsiones de crecimiento para 2014, del 0,2% al 0,6% anual, una de las mayores revisiones entre los países desarrollados. Aun así, nuestras perspectivas de crecimiento para este año son mayores. El dinamismo de la demanda interna de los últimos meses, ligeramente por encima de lo que preveíamos anteriormente, nos lleva a revisar el crecimiento del PIB hasta el 1,0% anual (frente al 0,8% anterior). En este escenario, la economía española volverá a crear empleo por primera vez desde 2007, con un incremento de la ocupación del 0,6% anual. Todo ello sin olvidar el apoyo del sector exterior al crecimiento, que permitirá un nuevo avance del superávit corriente hasta el 1,6% del PIB en 2014. Sin embargo, la mejora de las perspectivas económicas debe tomarse con cautela. Pese a dejar atrás la mayor recesión de las últimas décadas, encauzar una senda sostenible de crecimiento a largo plazo y corregir los desequilibrios presentes en la economía sigue sin ser una tarea sencilla.

La recuperación de la demanda interna consolida la salida de la recesión. El perfil de crecimiento de los últimos meses muestra un reequilibrio de los apoyos a la economía. Según el Banco de España, el avance del PIB en el 4T 2013 fue debido, exclusivamente, a la contribución de la demanda interna (de 0,3 p. p.). Este comportamiento contrasta con la debilidad del último periodo recesivo. Así, la recuperación de las ventas minoristas y de la producción industrial en los últimos meses del año pasado apuntaría a una contribución significativa del consumo y de la inversión al crecimiento del 4T.

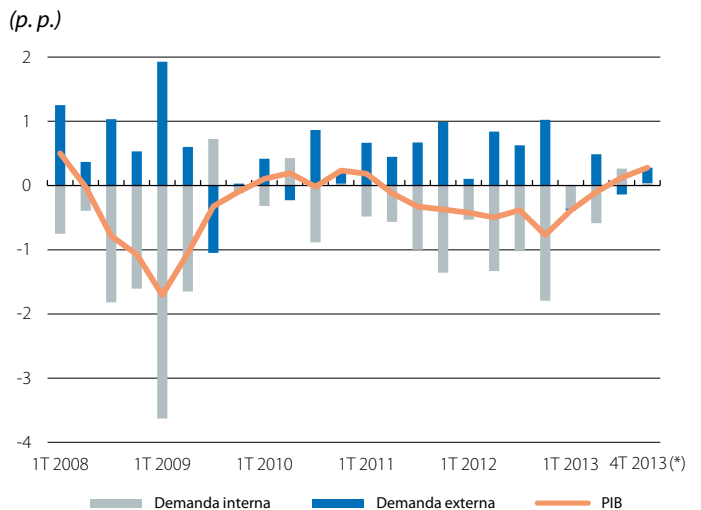
La confianza mantiene la tendencia ascendente a inicios de 2014 y augura nuevos aumentos de consumo e inversión. La mejora de las expectativas de los agentes económicos es imprescindible para mantener el avance gradual de la demanda interna. En este sentido, destaca el incremento de la confianza de los consumidores en enero que, reforzada por las mejores perspectivas que rodean al mercado laboral, podría estar dando pie a decisiones de consumo que hasta el momento se habían pospuesto. Ello seguirá reduciendo la tasa de ahorro en el 4T 2013, tras descender una décima el trimestre anterior, hasta el 10,5% de la renta bruta. Por lo que respecta a la inversión, el avance significativo de la confianza industrial debería consolidar la recuperación de la inversión durante los próximos trimestres, una buena noticia a tenor del intenso retroceso registrado en los últimos años.

Previsión principales indicadores macroeconómicos



Nota: (*) Los datos de ocupación y saldo corriente corresponden a estimaciones de "la Caixa" Research. **Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

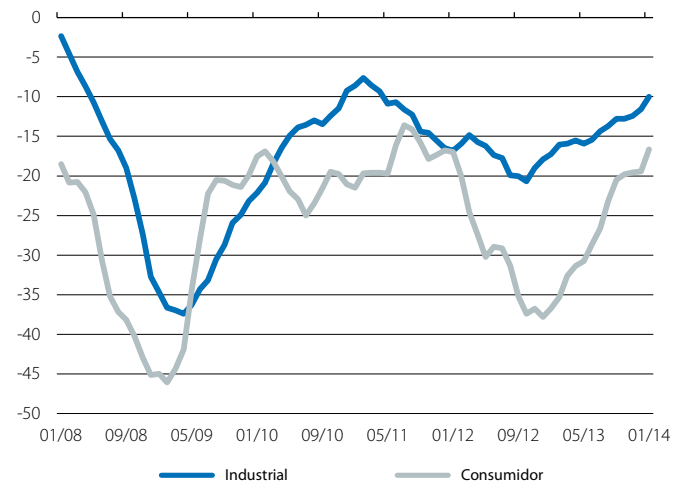
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB



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

Índices de confianza

Media móvil 3 meses (índice)



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

Se confirma el cambio de tendencia del mercado laboral: la economía española vuelve a crear empleo en el 4T 2013.

La reactivación del mercado laboral sigue siendo una prioridad para la economía española. A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, la encuesta de la población activa del 4T 2013 aportó noticias positivas. Así, a pesar del descenso del número de ocupados en ese trimestre, en 65.000 trabajadores, si tenemos en cuenta los factores estacionales (el 4T suele ser un periodo de destrucción neta de empleo), la ocupación creció un 0,3% intertrimestral, convirtiéndose en el primer aumento desde el 1T 2008. De cara a 2014, esperamos que el crecimiento de la economía (por encima del 0,3% intertrimestral durante todo el ejercicio) genere empleo neto, con un aumento de la ocupación del 0,6% anual (véase el Focus «La creación de empleo llegará a distintas velocidades», que se publicó en el *Informe Mensual* del pasado mes de noviembre). En estas circunstancias, la tasa de paro disminuirá en 2014 hasta el 25,2% (frente al 26,4% registrado en el conjunto de 2013).

La recuperación del consumo no es suficiente para alejar los temores de deflación.

El dato de enero muestra un descenso de la inflación, del 0,3% en diciembre hasta el 0,2%. La caída de los precios energéticos explicaría gran parte de este retroceso. De cara a los próximos meses, esperamos que el mayor dinamismo del consumo privado permita que la inflación retome la senda alcista. Sin embargo, existen tres factores que pueden seguir manteniendo el ritmo de crecimiento de los precios en niveles moderados. Primero, el mantenimiento de la presión a la baja de los precios energéticos durante los próximos meses. Segundo, la débil evolución de los precios de bienes industriales que, en diciembre de 2013, se redujeron un 0,5% interanual. Por último, la moderación salarial observada durante los últimos años también podría seguir frenando el avance de los precios. En 2013, los salarios medios pactados en los convenios colectivos crecieron, de media, un 0,6% anual, lejos del 3,6% registrado en 2008. Fruto de todo ello, esperamos que la inflación se mantenga en niveles relativamente reducidos durante 2014, situándose por debajo del dato de la zona del euro.

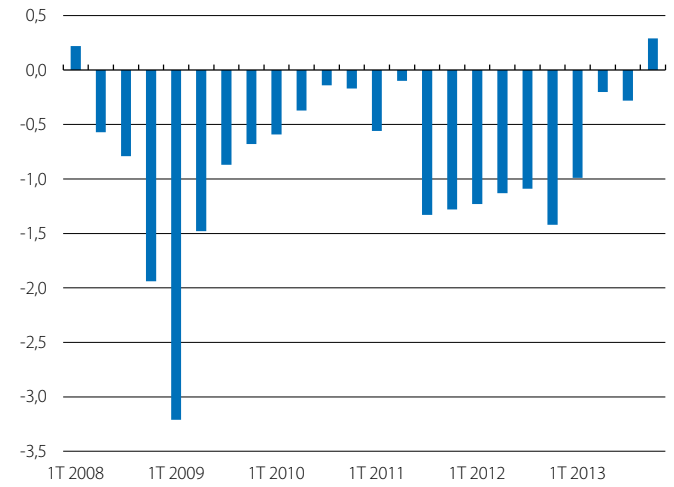
El desapalancamiento avanza a buen ritmo.

En 2010, el sector privado español presentaba una de las deudas más elevadas entre los países de la zona del euro. Desde entonces, y a pesar de la difícil coyuntura económica, tanto los hogares como las empresas no financieras han logrado reducir de forma significativa sus niveles de deuda hasta el 78,2% (87,5% en el 2T 2010) y el 130,8% del PIB (144,0% en el 3T 2010), respectivamente, alcanzando niveles similares a los de 2007. Dado que el desendeudamiento del sector privado aún no ha finalizado, esperamos que siga frenando el consumo y la inversión de los agentes económicos. Sin embargo, el cambio de tendencia de la economía junto con la caída de la carga de intereses de los últimos meses ayudarán a reducir el impacto del desapalancamiento sobre el crecimiento.

Desaceleración temporal del sector exterior a finales de 2013. Después de un inicio de 2013 prometedor, la demanda externa perdió fuerza en los últimos meses del año pasado, con

Número de ocupados

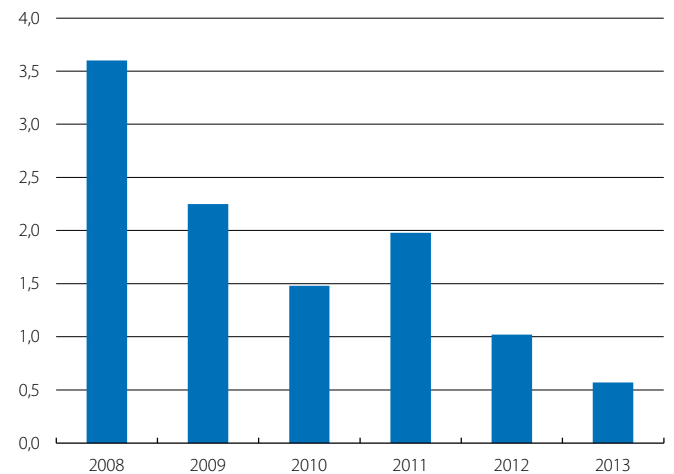
Variación intertrimestral, serie desestacionalizada (%)



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

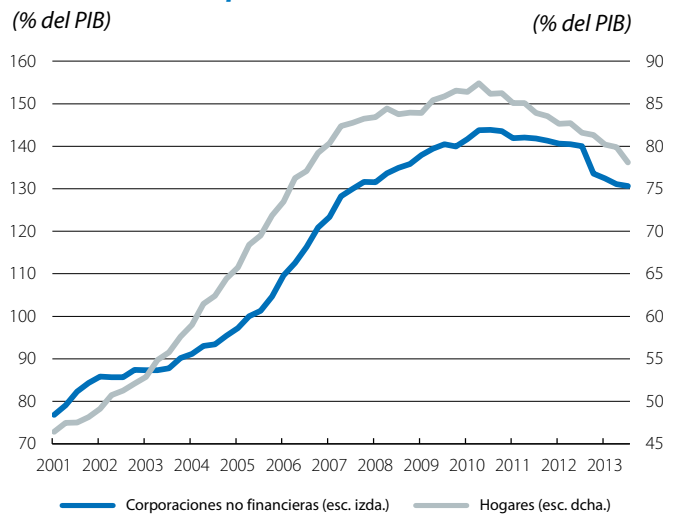
Salarios pactados en convenios colectivos

Variación anual media (%)



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

Deuda del sector privado (*)



Nota: (*) Calculada como préstamos y valores distintos de acciones.

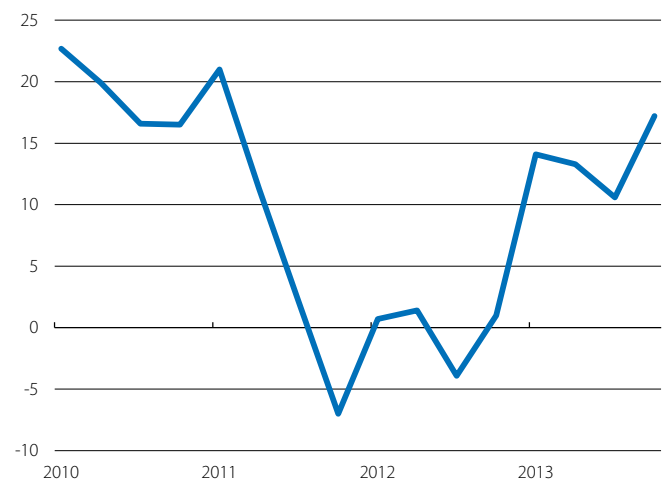
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco de España.

una contribución nula al crecimiento del PIB en el 4T 2013. A pesar de la buena campaña turística de 2013, con la llegada récord de 60,7 millones de visitantes extranjeros, el superávit de la balanza corriente frenó el ritmo de crecimiento presentado a lo largo de todo el año. En noviembre, el saldo acumulado en los últimos doce meses se redujo ligeramente hasta los 7.792 millones de euros, lo que pone en riesgo nuestra previsión de superávit para el conjunto del año, del 1,1% del PIB. El comportamiento de la balanza comercial explicaría este menor impulso. En noviembre, las exportaciones de bienes se redujeron un 2,2% interanual, lastradas por el descenso generalizado de las ventas fuera de la zona del euro y, particularmente, en EE. UU. (-15,2% interanual). De todas formas, todo apunta a que se trata de un descenso temporal. Así, la previsión de exportación de las empresas españolas aumentó significativamente en el 4T 2013, siendo justamente América del Norte uno de los mercados con mejores perspectivas de comercio. La consolidación del crecimiento en la zona del euro también contribuirá a la recuperación de las exportaciones.

El programa de asistencia bancaria finaliza satisfactoriamente. En líneas generales, el balance que hacen la Comisión Europea y el BCE es positivo: la supervisión financiera ha mejorado y el sector bancario presenta unos balances más saneados. Esta mejora ha permitido recuperar los canales de financiación mayoristas tradicionales: en enero, las emisiones de deuda bancaria tuvieron buena acogida, lo que augura una menor dependencia de la financiación del Eurosistema que, en diciembre, se había reducido hasta los 201.865 millones de euros. Además, según el informe de la CE, el crédito al sector privado tocará fondo en 2014. En este sentido, los datos de noviembre de 2013 muestran un menor ritmo de caída del crédito, del 12,6% interanual (frente al 13,0% en octubre). Pese a estos signos de mejora, la CE aconseja mantener el espíritu reformador para consolidar la reestructuración del sector.

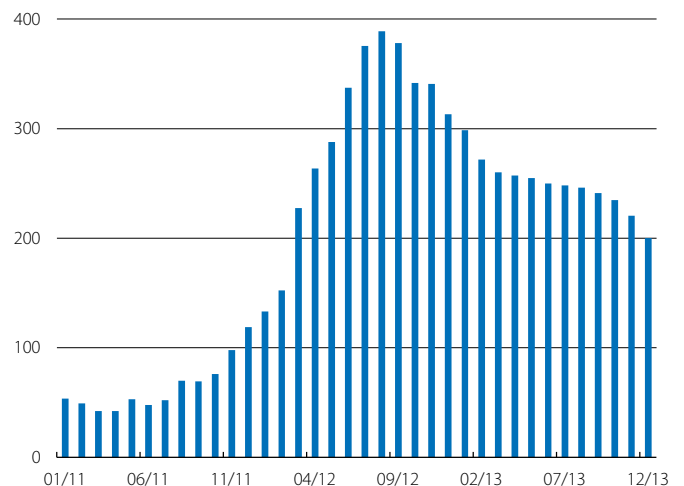
El esfuerzo de consolidación fiscal debe mantenerse. El ajuste del saldo público perdió fuerza a finales de 2013. Los últimos datos disponibles apuntan hacia una desviación del objetivo de déficit que estimamos en 2 décimas, hasta el 6,7% del PIB (7,2% si incorporamos las pérdidas por ayudas a la banca). Un ajuste menor a lo exigido por parte del Estado y las CC. AA. explicaría esta desviación. Este comportamiento contrasta con el margen de maniobra que todavía presentaba la Seguridad Social en noviembre, con un déficit acumulado del 0,3% del PIB (1,1 p. p. por debajo del objetivo). Sin embargo, la descomposición de los ingresos que muestra este buen dato responde, en parte, al aumento de las transferencias corrientes (principalmente por parte del Estado), que pasaron de los 11.533 millones de euros entre enero y noviembre de 2012 hasta los 18.808 millones de euros el año pasado. De cara a 2014, la recuperación de la economía y el descenso paulatino del coste de financiación de la deuda pública española deberían facilitar el cumplimiento del objetivo de déficit, hasta el 5,8% del PIB.

Indicador sintético de la actividad exportadora (Índice)



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

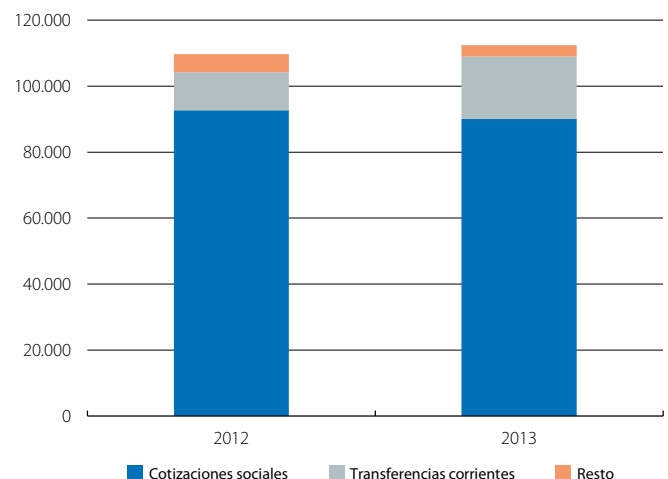
Recurso del sector bancario al Eurosistema (Miles de millones de euros)



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

Ingresos de la Seguridad Social

Acumulado enero - noviembre (millones de euros)



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

FOCUS · Escenarios de futuro del saldo comercial español

La mejora del saldo comercial es uno de los ejemplos más utilizados a la hora de ilustrar que la economía española ha corregido en estos últimos años sus principales desequilibrios macroeconómicos. Un saldo comercial positivo puede ser indicativo de las ganancias de competitividad que se han producido y es imprescindible para reducir la deuda externa. Sin embargo, en los últimos meses, junto con la incipiente recuperación de la demanda interna, el ritmo de mejora del saldo comercial ha perdido fuelle y los temores sobre si la corrección de la balanza comercial es estructural o simplemente cíclica han regresado.

El 60% de la corrección del saldo comercial es resultado del aumento de las exportaciones, mientras que la caída de las importaciones explica el 40% restante. En principio, que una parte considerable de esta corrección sea fruto de la buena evolución del sector exportador da margen a un relativo optimismo ya que, en el peor de los casos, las exportaciones podrían dejar de crecer. Es difícil imaginar un escenario en el que estas cambien rápidamente de rumbo. El papel que parece que ha tenido la demanda interna no es menor, pero las ganancias de competitividad pueden haber reducido el contenido importador de la misma. Las importaciones para consumo e inversión interna como proporción de la demanda interna se han reducido notablemente durante los últimos años.

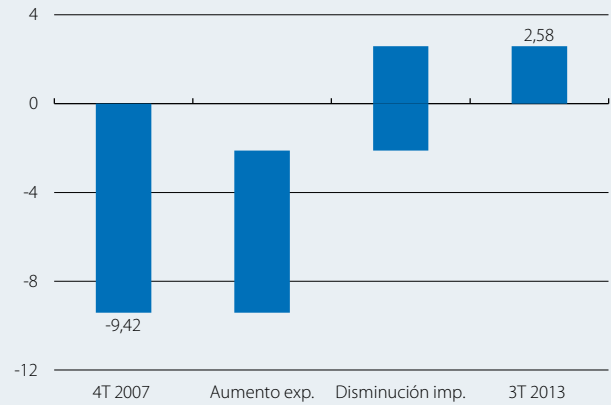
Para determinar con más precisión el margen más probable en el que el saldo comercial puede moverse en los próximos años construimos distintos escenarios. En un primer escenario, asumimos que las exportaciones solo crecerán en la medida en que la demanda externa crezca (asumimos una tasa de crecimiento igual a la prevista para el PIB de los socios comerciales). En este caso, la variación anual promedio entre 2014 y 2018 sería del 2,6%. En el segundo escenario se asume que, además, se mantiene el ritmo de crecimiento de la cuota de mercado de las exportaciones de los últimos años. En este caso, las exportaciones crecerían a una tasa anual del 5,8%. Para este escenario sería imprescindible que las ganancias de competitividad se mantuvieran.

Para las importaciones, en un primer escenario asumimos que la demanda interna crecerá un 1% anual en promedio. Esta es la evolución prevista por "la Caixa" Research, muy similar a la del consenso de analistas. En un segundo escenario se asume una recuperación más vigorosa, que permite que la demanda interna alcance tasas de crecimiento como las del periodo 2001-2004, del 3,9% en promedio. Es preciso tener en cuenta que, en ambos escenarios, se asume que el contenido importador de la demanda interna se mantiene constante cuando, de hecho, es probable que caiga si se sigue ganando competitividad.

La evolución que tendría el saldo comercial en el peor y en el mejor de los casos se observa en el último gráfico. Parece difícil que el saldo comercial se deteriore de forma significativa en los próximos años, pero para que continúe mejorando es imprescindible seguir ganando competitividad.

Saldo comercial

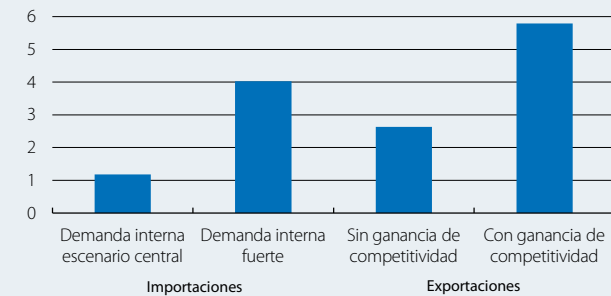
Evolución entre el 2T 2007 y el 3T 2013 (% del PIB)



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

Evolución de exportaciones e importaciones de bienes y servicios: escenarios de futuro

Variación anual promedio 2014-2018 (%)

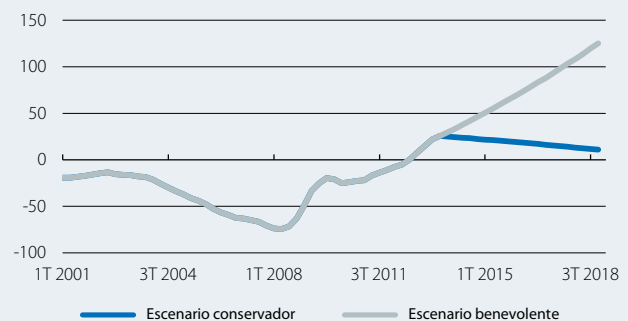


Nota: Demanda interna fuerte corresponde a un crecimiento como el de 2001-2004. Sin ganancia de competitividad asume que las exportaciones crecen como el PIB de los socios comerciales de España. Con ganancia de competitividad asume que España aumenta la cuota de mercado como en el promedio 2008-2012.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE, la OCDE, el Banco de España y el FMI.

Evolución del saldo comercial: escenarios de futuro

(Miles de millones de euros)



Nota: El escenario conservador implica que la demanda interna es fuerte y no se gana competitividad. El escenario benevolente implica que la demanda interna es débil y se gana competitividad.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE, la OCDE, el Banco de España y el FMI.

FOCUS · El reto de la reforma eléctrica en España

El Gobierno español tiene la difícil tarea de llevar a cabo un profundo proceso transformador de la economía que mejore su competitividad y asegure la sostenibilidad de las cuentas públicas. El sector energético no es ajeno a esta doble ecuación. Es imprescindible frenar la escalada del precio de la electricidad registrada durante los últimos años, y que afecta la competitividad de la economía, sin tensionar aún más la frágil sostenibilidad financiera del sector público. Las numerosas medidas adoptadas en los últimos años muestran el esfuerzo que se ha hecho para alcanzar una solución que, sin embargo, parece elusiva.

El precio de la electricidad ha aumentado notablemente durante los últimos años y, según cifras de Eurostat, es de los más elevados de los países de la eurozona. Así, sin tener en cuenta la carga impositiva, el precio de la electricidad pagado por las empresas españolas en el primer semestre de 2013 se encontraba un 25,3% por encima del promedio del resto de la eurozona. Esta diferencia ascendía hasta el 28,3% en el caso de los hogares. Sin embargo, este tipo de estadísticas deben ser tomadas con mucha cautela ya que los precios finales dentro de cada país pueden variar mucho según el tipo de tarifa. Entre países, también pueden variar en función de cómo cada uno aplica la política industrial y social, ya sea vía medidas en los presupuestos generales o, directamente, en la factura final.

En cualquier caso, la estructura actual de ingresos y costes sigue suponiendo un lastre para las cuentas públicas. Los ingresos que las empresas obtienen de la parte de la tarifa regulada no son suficientes para cubrir los costes regulados del sistema. La diferencia, de la que se hace cargo el sector público, ha generado una deuda que, en mayo de 2013, ya alcanzaba los 26.060 millones de euros (el 2,5% del PIB). Esto es lo que se conoce como déficit de tarifa.

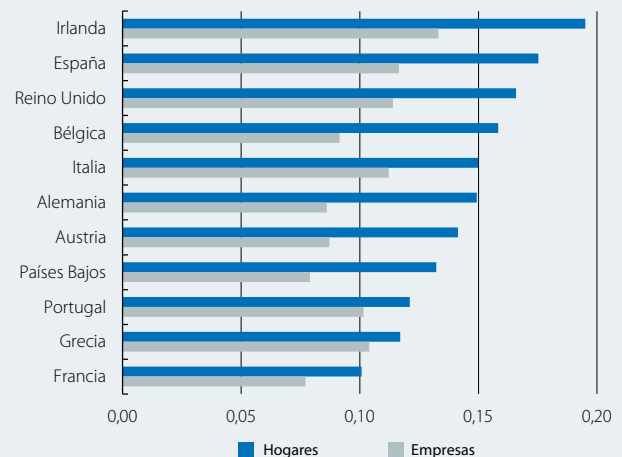
La necesidad de llevar a cabo una reforma del sistema era, por tanto, evidente. La principal línea de actuación para intentar contener el déficit de tarifa se centró en la reducción de los costes. Las primeras actuaciones del Gobierno se centraron en contener el aumento de la parte regulada de la tarifa eléctrica. Esta contiene aquellos costes que no están directamente relacionados con la generación de la energía, como el transporte y la distribución de la electricidad, las políticas para incentivar la inversión en energías renovables, las subvenciones al suministro extrapeninsular, el repago de la deuda acumulada por el déficit de tarifa y el mantenimiento del necesario exceso de capacidad. Según el Gobierno, los costes regulados aumentaron a razón de un 15,7% anual entre 2005 y 2013 (221% acumulado). La generación de energías renovables ha copado buena parte de las medidas de reducción de costes aprobadas en el último año. Los pagos al transporte y distribución de energía eléctrica, así como la retribución a la capacidad, también han sido revisados.

Aunque se espera que estas medidas puedan reducir el déficit que anualmente se produce, parece difícil que consigan lograrlo de forma completa. Para ello sería necesario avanzar, además, en una combinación de políticas que comporten: (1) el traslado a los presupuestos generales de aquellos conceptos regulados que persiguen objetivos de carácter social y territorial, y (2) la progresiva liberalización del sector, con la reforma del método de fijación de precios finales para aquellos consumidores que pueden acogerse a la tarifa regulada.

En conclusión, una reforma energética definitiva es de gran importancia para el conjunto de la economía española, pero su consecución no se prevé sencilla. Debe garantizar la eliminación del déficit de tarifa y, a su vez, promover un sector eléctrico competitivo y eficiente que contribuya a reducir los costes eléctricos en España.

Precio de la electricidad en los principales países europeos

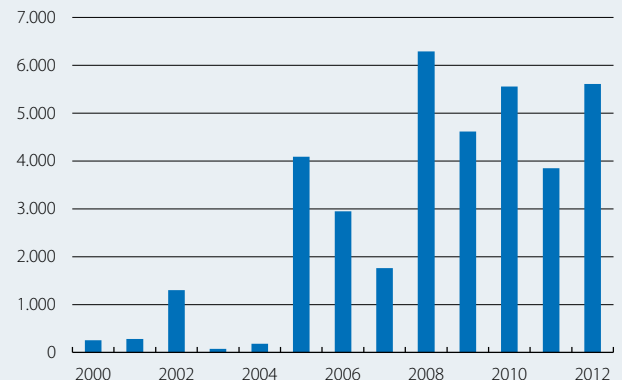
(Euros por MWh)



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

Déficit anual del sistema eléctrico (*)

(Millones de euros)



Nota: (*) Diferencia entre los ingresos y los costes regulados.

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

FOCUS · Ley de fundaciones bancarias: la refundación de las cajas

La aprobación de la Ley 26/2013 de cajas de ahorros y fundaciones bancarias era la última condición por cumplir del memorando de entendimiento acordado con las autoridades europeas para la recapitalización del sistema bancario español. La nueva norma obliga a la práctica totalidad de cajas de ahorro —aquellas que superen los 10 millones de euros en activos consolidados— a convertirse en fundación antes de 2015 y perder así su condición de entidad de crédito. Tan solo las dos cajas de ahorros más pequeñas (Pollença y Ontinyent) podrán conservar su forma jurídica actual, aunque sujetas a restricciones de tamaño y presencia geográfica.

El cambio de forma jurídica de las cajas de ahorro es algo que ha ido sucediendo en otros países europeos. El motivo principal es que, desde el punto de vista de los supervisores, la estructura de propiedad de estas entidades, carente de accionistas propiamente dichos, plantea tres grandes inconvenientes. En primer lugar, ante la imposibilidad de acudir a los accionistas para ampliar capital, la retención de beneficios deviene prácticamente la única vía para que las cajas refuercen su solvencia. En segundo lugar, al no poseer derechos de propiedad que coticen en un mercado, no es posible disciplinar a los gestores de las cajas mediante la amenaza de operaciones de adquisición. Por el mismo motivo, también resulta difícil lograr economías de escala vía fusiones. Finalmente, dada la frecuente presencia de representantes públicos en sus órganos de gobierno, la toma de decisiones puede estar condicionada por intereses políticos y sujeta a los ciclos electorales.

Parte de estos inconvenientes se abordaron en la anterior reforma de las cajas en 2010, dirigida a facilitar su acceso al mercado de capitales y la consolidación del sector. Así, se permitió a las cajas traspasar su actividad financiera a bancos instrumentales, de los que estas serían accionistas, y se limitó la representación de los poderes públicos en sus órganos de gobierno. A medida que los nuevos bancos han ido aumentando capital para reforzar su solvencia, la participación de las cajas se ha visto reducida y, actualmente, buena parte de las cajas comparte la propiedad de sus bancos con otros accionistas.

La nueva reforma pretende abordar esta situación de convivencia en el accionariado entre inversores corrientes —que persiguen principalmente la maximización del valor de la acción— y cajas de ahorros, que además persiguen fines sociales. De este modo, la obligada transformación en fundación bancaria persigue separar claramente ambos objetivos y reforzar el gobierno corporativo. La consecución de los objetivos sociales será responsabilidad de la fundación, la cual deberá publicar en su informe de gobierno corporativo la política que, para lograr-

los, pretende seguir en el ejercicio de sus derechos de propiedad sobre el banco. En cuanto a sus órganos de gobierno, la fundación estará regida por un patronato de no más de 15 miembros, en el cual la representación pública será inferior al 25%. Para minimizar los posibles conflictos de interés entre la fundación y el banco, los patronos estarán sujetos a un régimen de incompatibilidad estricto que, en particular, les impedirá desempeñar cargos equivalentes en el banco o en filiales de este.

La nueva ley también pretende apuntalar la solvencia de los bancos instrumentales, para lo cual fija requerimientos adicionales para aquellas fundaciones que conserven una participación significativa en el capital del banco. En concreto, una participación superior al 30% exigirá la elaboración de un plan contingente para hacer frente a posibles necesidades de capital de la filial. Si la participación supera el 50% u otorga el control efectivo, este plan se materializará en un fondo de reserva que la fundación deberá mantener a disposición de la filial. En este último caso, además, se fijarán límites a la concentración de las inversiones de la fundación, para asegurar una diversificación y gestión del riesgo adecuadas.

Tanto los límites de concentración, como el volumen y composición del fondo de reserva, serán fijados por el Banco de España. Para determinarlos, el supervisor tendrá en cuenta tanto características de la filial (volumen de activos ponderados por riesgo, necesidades de capital previstas y su condición, o no, de entidad cotizada) como de la fundación (porcentaje de participación y concentración de las inversiones en el sector financiero). En este sentido, es importante subrayar lo excepcional de este último tipo de requerimientos, que no se exigen al resto de accionistas mayoritarios en bancos (ya sean personas físicas o empresas) y que, fijados a niveles excesivamente elevados, podrían inducir a las nuevas fundaciones a renunciar al control de sus filiales.

En el desarrollo de la nueva ley, convendría tener presente que las fundaciones bancarias, en su condición de inversoras centradas en el largo plazo, pueden jugar un papel relevante en la preservación de la estabilidad financiera. El mayor horizonte temporal de su inversión tiende a hacerlas más prudentes en la toma de riesgos a lo largo del ciclo. De hecho, es justamente esta característica la que ha permitido conservar, a las cajas ahora sujetas a estos mayores requerimientos, el control de sus bancos. Esta prudencia, y la persecución de objetivos sociales, aportan heterogeneidad al comportamiento del conjunto de entidades financieras y reducen la prociclicidad del sistema. Si en cualquier ecosistema la diversidad es fuente de resiliencia, esta debería preservarse también en el sistema financiero.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2011	2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13	01/14
Industria									
Consumo de electricidad	-0,9	-2,2	-3,9	-2,3	-2,4	-0,9	-0,2	1,5	...
Índice de producción industrial	-1,4	-6,6	-4,0	-2,5	-0,7	-1,4	2,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-12,5	-17,5	-15,9	-15,4	-12,8	-14,2	-11,7	-8,8	-9,5
PMI de manufacturas (valor)	47,3	43,8	45,7	47,6	50,5	50,9	48,6	50,8	...
Construcción									
Visados de obra nueva	-13,5	-42,7	-28,0	-27,2	-24,0	-11,2	-19,9	...	...
Compraventa de viviendas	-18,1	-8,7	7,9	0,6	-9,7	-10,0	-15,9	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	6,1	2,0	1,8	5,3	4,9	6,9	9,3	16,3	...
PMI de servicios (valor)	46,5	43,1	45,7	46,5	49,3	49,6	51,5	54,2	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-5,4	-7,2	-8,5	-5,0	-1,8	-0,6	2,8	-1,0	...
Matriculaciones de automóviles	-14,5	-13,5	-11,1	2,5	8,3	34,4	15,1	18,2	...
Indicador de confianza de los consumidores	-17,1	-31,7	-32,6	-28,7	-20,5	-20,7	-20,5	-17,1	-12,4

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

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	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13	01/14
General	3,2	2,4	2,6	1,7	1,2	-0,1	0,2	0,3	0,2
Subyacente	1,7	1,6	2,2	1,9	1,3	0,2	0,4	0,2	...
Alimentos sin elaboración	1,8	2,3	3,3	4,3	6,0	0,9	0,4	0,6	...
Productos energéticos	15,8	8,8	4,8	-1,1	-2,1	-2,7	-0,7	0,2	...

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

Sector exterior

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

	2011	2012	1T 2013	2T 2013	3T 2013	09/13	10/13	11/13
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	15,4	3,8	3,9	11,9	4,4	8,3	1,8	-2,2
Importaciones (variación interanual)	9,6	-2,8	-6,9	0,6	-0,6	4,7	1,1	-0,4
Saldo corriente	-39,8	-11,5	-2,4	3,8	6,7	6,7	7,9	7,8
Bienes	-42,3	-25,7	-19,1	-13,2	-11,0	-11,0	-10,8	-11,1
Servicios	34,6	37,0	37,6	38,2	38,8	38,8	39,7	40,1
Rentas	-25,7	-18,7	-17,2	-16,2	-16,0	-16,0	-16,1	-16,2
Transferencias	-6,4	-4,1	-3,7	-4,9	-5,2	-5,2	-4,9	-5,1
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-34,3	-4,9	4,9	11,9	14,5	14,5	15,4	14,8

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	1T 2013	2T 2013	3T 2013	09/13	10/13	11/13
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-9,6	-10,6	-0,7	-3,1	-4,9	-4,9	-	...
Estado ⁽¹⁾	-5,6	-8,1	-1,1	-3,5	-4,1	-4,1	-4,1	-4,5
Comunidades autónomas	-3,5	-1,8	-0,2	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3
Corporaciones locales	-0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	-	...
Seguridad Social	-0,1	-1,0	0,2	0,8	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
Deuda pública (% PIB)	70,5	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	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	Saldo 11/13 ⁽¹⁾
Financiación a los sectores no financieros⁽²⁾								
Sector privado	-1,9	-4,0	-8,1	-8,3	-8,1	-7,6	-7,3	1.883,0
Empresas no financieras	-1,9	-4,2	-10,6	-10,7	-10,3	-9,2	-8,8	1.084,9
Hogares ⁽³⁾	-2,0	-3,8	-4,4	-4,8	-5,0	-5,3	-5,3	798,0
Administraciones públicas ⁽⁴⁾	16,0	14,9	18,7	18,4	17,5	16,3	14,4	952,0
TOTAL	1,9	0,6	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-1,0	2.835,0
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	0,3	-4,5	-0,1	1,8	4,7	3,0	2,7	1.186,0
A la vista	1,9	0,2	0,9	3,2	4,6	8,2	9,8	282,1
De ahorro	-1,4	-2,8	-0,6	-1,1	-0,2	-0,2	0,8	203,5
A plazo	0,6	-6,7	-0,9	1,6	5,7	2,1	0,8	680,8
En moneda extranjera	-12,3	-4,0	20,5	22,7	24,1	-0,8	-4,0	19,7
Resto del pasivo ⁽⁵⁾	-4,4	-13,2	-20,2	-19,2	-15,3	-16,2	-14,0	127,9
TOTAL	-0,4	-5,7	-2,8	-0,9	2,3	0,8	0,8	1.313,9
Tasa de morosidad (%)⁽⁶⁾	7,8	10,4	10,5	11,6	12,7	13,0	13,1	-
Tasa de cobertura (%)⁽⁶⁾	59,6	73,8	70,4	65,8	63,8	62,9	62,4	-

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.

LAS RENTAS DEL TRABAJO EN PERSPECTIVA

Caen las rentas del trabajo y aumenta la desigualdad

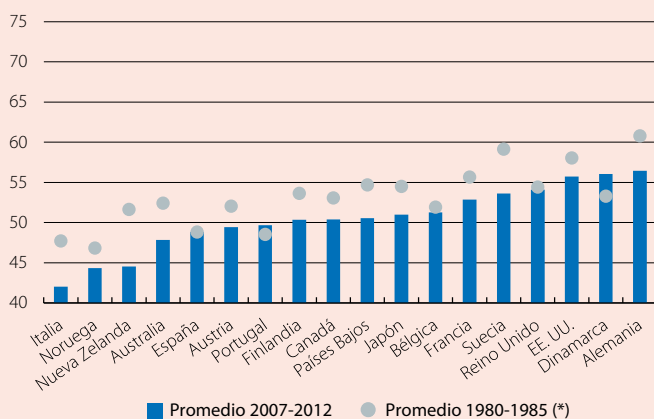
En la mayoría de países desarrollados, la parte del PIB que proviene de las rentas del trabajo hace décadas que presenta una tendencia a la baja. En el lado opuesto, el peso de las rentas del capital exhibe una tendencia claramente al alza. Cuando el crecimiento económico era generalizado y vigoroso, esto no era motivo de preocupación. Aunque las rentas de un factor productivo crecían más rápidamente que las del otro, al fin y al cabo, todas crecían. Sin embargo, la severa recesión de los últimos años, que ha afectado especialmente a algunos segmentos de la población, hace imprescindible reexaminar cómo se distribuye la renta.

La distribución entre las rentas del trabajo y del capital suele ser un primer indicador para analizar la posible creación de desigualdades sociales. Las rentas del capital están más concentradas en la población que las del trabajo, por lo que si el peso de la retribución del trabajo cae y la del capital aumenta, la desigualdad entre la población es probable que aumente también. En EE. UU., por ejemplo, según un estudio de M. Jacobson y F. Occhino,⁽¹⁾ las rentas del capital presentan un índice de Gini que ha crecido hasta 0,85 durante la última década, mientras que, para las rentas del trabajo, se ha mantenido alrededor de 0,50.⁽²⁾ En el mismo sentido, un estudio de la OCDE revela que es en los países en los que la participación de las rentas del trabajo ha caído de una manera más significativa que el aumento de los índices de desigualdad ha sido mayor.⁽³⁾

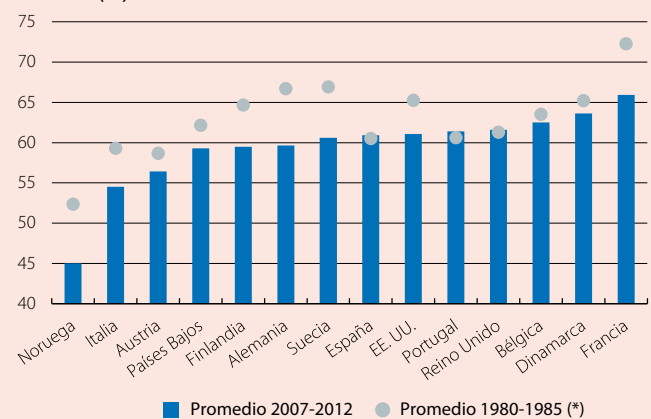
Habitualmente, para medir la parte del producto que corresponde a las rentas del trabajo se divide la remuneración de los asalariados entre el PIB. Como puede constatarse en el primer gráfico, el peso de las rentas laborales ha disminuido de manera significativa prácticamente en todos los países desarrollados. En promedio, el descenso ha sido de 3 p. p. en los últimos 35 años. Las únicas excepciones son Dinamarca, Reino Unido, Portugal y España.

Descenso generalizado del peso de las rentas del trabajo

Peso de las rentas del trabajo sobre el total (%)



Peso de las rentas del trabajo en el sector empresarial sobre el total del sector (%)



Nota: (*) En Austria, Portugal y España los datos empiezan en 1995, en Bélgica en 1985 y en el Reino Unido en 1987.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Karabournis y Neiman (2013).

Esta metodología, por su sencillez, es fácil de implementar y permite hacer comparaciones internacionales. De todas formas, presenta importantes insuficiencias. En primer lugar, tiende a sobreestimar la participación de la renta del trabajo en los sectores de no mercado, como la Administración pública. En estos sectores el valor añadido en las cuentas nacionales se suele aproximar sumando los costes laborales. Asimismo, en industrias como las extractivas o energéticas, en las que el valor añadido suele fluctuar significativamente en función de los precios de las materias primas, la repartición de las rentas es muy volátil.

Otra gran laguna de este cálculo radica en que la remuneración de los asalariados no incluye, por definición, la de los autónomos y, por tanto, no tiene en cuenta una parte importante de las rentas del trabajo. Una forma de sortear estos problemas es calcular

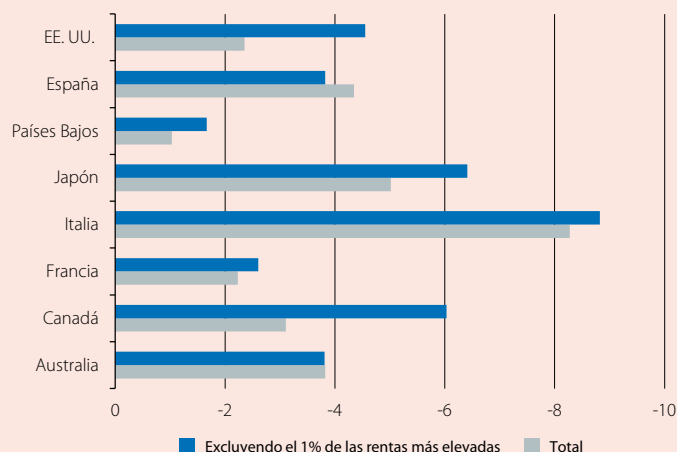
(1) Jacobson, M. y Occhino, F. (2012), «Labor's declining share of income and rising inequality», Economic Commentary.

(2) El índice de Gini mide el nivel de concentración o dispersión de la renta. Para valores cercanos a 1 expresa máxima concentración, mientras que valores cercanos a 0 se producirían si la renta estuviera distribuida de forma uniforme entre la población.

(3) Véase «OECD employment outlook 2012».

La participación de la renta del trabajo cae más cuando se excluye a las rentas más altas

Variación de la participación de la renta del trabajo desde 1990 (p. p.)(*)



Nota: (*) Últimos datos disponibles: Australia, 2007; Canadá, 2000; Japón y Francia, 2005; Italia, 2004; Países Bajos, 1999 y España y EE. UU., 2008.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

Crece el peso de las rentas más elevadas

Peso del 1% de las rentas más elevadas sobre el total.

Promedio por periodos (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del World Top Incomes Database.

la partición de las rentas solo para el sector empresarial, excluyendo a los autónomos. De esta forma, se pueden separar totalmente las rentas procedentes del trabajo y del capital, a cambio, no obstante, de restringir el análisis a una parte del sistema productivo (alrededor del 60%). Karabarbounis y Neiman (2013) han construido una base de datos que permite analizar la evolución durante los últimos 35 años en 59 países valiéndose de ambas metodologías. Aplicando la segunda metodología, más refinada, se detecta que el peso de las rentas laborales es más elevado de lo que se obtiene si se utiliza la definición más sencilla, pero la tendencia a la baja sigue siendo estadísticamente significativa y económicamente relevante. Concretamente, de 5 p. p. para el conjunto de los 59 países.⁽⁴⁾ De nuevo, el Reino Unido, Portugal y España son las excepciones.

La caída de las rentas del trabajo, sin embargo, no ha sido igual para todos los niveles de retribución. Según estimaciones de la OCDE, el descenso de la participación de la renta del trabajo sobre el total fue mayor si se excluye del cómputo al 1% de la población con rentas más elevadas. Dicho de otra forma, el aumento de las rentas del trabajo que se ha producido en el tramo más alto de la escala salarial hace que, cuando miramos los datos agregados, la caída del peso de las rentas del trabajo sea menor. Son especialmente notorios los casos de Canadá y EE. UU. En estos dos países, la caída de la participación de la renta del trabajo cuando se excluye al 1% de la población con rentas más elevadas fue de 6 y 4,5 p. p., respectivamente. Para el 1% de la población con rentas más elevadas, el aumento de la participación de la renta del trabajo fue de 2,9 y 2,2 p. p., respectivamente. En el resto de los países para los que se dispone de datos, la diferencia entre ambas medidas fue menor, pero no despreciable: 0,9 p. p. en promedio.

Vistas las dinámicas de la distribución de la renta durante los últimos años, no resulta extraño observar que el 1% de la población que percibe las rentas más elevadas cada vez concentra una proporción más elevada de la renta total. Una vez más, destaca el caso de EE. UU. Mientras que en la década de los ochenta, en promedio, el porcentaje de la renta distribuido al 1% de la población con las rentas más altas era del 10%, entre los años 2001 y 2010 aumentó hasta el 16,8%. Más allá de EE. UU., sobresale la evidencia de que en la gran mayoría de los países desarrollados el movimiento también haya sido al alza.

En definitiva, en la mayoría de países se ha producido una gran caída de la participación de las rentas del trabajo. Entender cuáles son los factores que determinan esta situación es de máxima importancia. A ello se dedican los siguientes tres artículos del presente Dossier. En «Tecnología y riqueza: ¿dos fenómenos en contra o a favor del trabajador?» se analiza cómo estos dos elementos pueden haber afectado la combinación productiva óptima entre capital y trabajo. En «La globalización y la redistribución de la renta» se hace énfasis en los efectos de la globalización en un sentido amplio. Finalmente, el último artículo del Dossier, «La caída de las rentas del trabajo en España y EE. UU.: factores coyunturales», examina las dinámicas recientes en España y EE. UU.

Oriol Aspachs y Maria Gutiérrez-Domènech
 Departamento de Economía Europea, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

(4) Véase Karabarbounis, L. y Neiman, B. (2013), «The Global Decline of the Labour Share», NBER WP 19136.

Tecnología y riqueza: ¿dos fenómenos en contra o a favor del trabajador?

El descenso de la participación del factor trabajo en la renta es un fenómeno que reúne características para no pasar desapercibido: se manifiesta desde hace largo tiempo, afecta a la mayoría de países desarrollados y ramas de actividad, y está cargado de importantes implicaciones tanto económicas (eficiencia) como políticas (equidad). No sorprende, por tanto, que haya dado pie a un volumen muy elevado de estudios que pretenden identificar sus causas. La lista de factores que se han postulado es larga y variada, aunque destacan los siguientes: la pérdida de poder de los sindicatos, el *shock* ocasionado por los países pobres en el mercado laboral de los más ricos a través del *offshoring* y otras fuerzas desencadenadas por la globalización, el debilitamiento de la competencia en los mercados de bienes y servicios, las mejoras tecnológicas o el nivel de desarrollo ya alcanzado por el país. En el presente artículo nos detendremos en estos dos últimos, en tanto que comparten una circunstancia paradójica: aspectos *a priori* positivos (avance tecnológico y formar parte de un país económicamente maduro) podrían estar jugando en contra de los trabajadores, al menos en términos del reparto del «pastel» económico (léase PIB).

El cambio tecnológico es un sospechoso habitual cuando los economistas buscan responsables de fenómenos de largo alcance como el que nos ocupa. La atribución de la autoría requiere dos elementos para ser convincente. Primero, la existencia de un «móvil». Esto es, una argumentación con lógica y sentido económico de los mecanismos y canales por los cuales el cambio tecnológico puede provocar la reducción de la participación del trabajo en la renta. Segundo, la aportación de «pruebas materiales». Es decir, datos que confirmen tal relación con la suficiente significación estadística y relevancia económica. El estudio reciente de L. Karabarbounis y B. Neiman supone un hito importante en este propósito.⁽¹⁾

La identificación del «móvil» no es sencilla. Según la teoría económica estándar, el impacto del cambio tecnológico en la participación del trabajo no tiene un signo inequívoco *ex ante*, sino que depende de múltiples aspectos: cuál es la naturaleza del progreso tecnológico que acontece, cómo incide en la productividad de los distintos factores productivos (capital y trabajo), o cuál es el grado de sustituibilidad o complementariedad entre estos. De hecho, el resultado puede variar según cuántos factores se consideren (en particular, de la segmentación de los trabajadores en función de su cualificación) y el horizonte temporal. Karabarbounis y Neiman optan por acotar el problema en base a la observación de un fenómeno a su juicio crucial: el precio de los bienes de capital (en particular, las máquinas) ha descendido con relación al precio de los bienes de consumo, hasta acumular un 25% a lo largo de las últimas tres décadas a nivel internacional. La línea de argumentación es la siguiente: los avances en las tecnologías de la información y la comunicación, en la informática y la computación, en la robótica, etc. han supuesto el abaratamiento relativo de los bienes de capital. Esto ha sido un incentivo poderoso que ha llevado a las empresas a emprender un proceso sostenido de sustituir trabajo por capital. En última instancia, el empuje de este proceso ha dominado sobre otras fuerzas para provocar el descenso de la participación del trabajo.

No obstante, hay más consideraciones en liza. Por un lado, aunque la robotización implique la pérdida de determinados puestos de trabajo, también podría ocasionar mejoras salariales en la medida que una maquinaria más avanzada incrementa la productividad de los trabajadores que conservan su puesto, claro está. Por otro lado, el progreso tecnológico *per se* (sea o no sesgado hacia el capital) incrementa el PIB o el tamaño del pastel por repartir, lo cual es, sin lugar a dudas, positivo (sin perjuicio de los aspectos distributivos). Asimismo, en la práctica, el supuesto de sustituibilidad entre capital y trabajo que toman como axiomático numerosos estudios empíricos es, cuanto menos, cuestionable. En particular, lo es cuando hablamos de trabajadores de elevada cualificación. En este sentido, en la medida que este tipo de trabajadores vayan adquiriendo peso en el total de la fuerza laboral de un país, la relación negativa entre avance tecnológico sobre el capital y participación del trabajo podría romperse.

Retornando al reciente trabajo de Karabarbounis y Neiman, la evidencia empírica que aportan procede de una nueva base de datos con registros desde 1975 para 59 países, desglosados por ramas de actividad y depurados de buena parte de los problemas de medición habituales en este tipo de estudios. Su conclusión central es que el abaratamiento relativo de los bienes de capital explica aproximadamente la mitad del descenso observado en la participación del trabajo en la renta para el conjunto de la muestra. Otros estudios, con planteamientos conceptuales y metodologías empíricas diferentes, también han encontrado un papel estadística y económicamente significativo para los factores tecnológicos. Así, un informe de la OCDE publicado en 2012 estimó que el cambio tecnológico y la acumulación de capital explican, en promedio, un 80% de la variación intrasectorial de la participación del trabajo en siete países desarrollados durante el periodo 1990-2007.⁽²⁾ Como no podía ser de otra manera, también hay estudios que cuestionan la relación, pero en conjunto la evidencia se decanta por asignarle un papel relevante.⁽³⁾

(1) Véase Loukas Karabarbounis y Brent Neiman (2014, «The Global Decline of the Labor Share», *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), pp. 61-103, próxima publicación).

(2) Véase OECD Employment Outlook 2012, Capítulo 3.

(3) Véase Samuel Bentolila y Gilles Saint-Paul (2003, «Explaining Movements in the Labor Share», *The B. E. Journal of Macroeconomics*, De Gruyter, vol. 3(1), pp. 1-33) como otro ejemplo que destaca la importancia del progreso tecnológico en la disminución de la participación del trabajo en la renta.

Otra línea de investigación bien distinta, propuesta por el economista Thomas Piketty,⁽⁴⁾ dirige la mirada hacia un sospechoso mucho menos habitual para explicar el descenso de la participación del trabajo en la renta: la pertenencia a un país rico y maduro. El razonamiento se remite a las bases de funcionamiento del capitalismo en los países avanzados para enfatizar un elemento clave: cuando un país ostenta de manera sostenida tasas elevadas de crecimiento del PIB (ya sea fruto de mejoras en la productividad o por dinamismo demográfico), los ricos de hoy tienen relativamente menos probabilidades de ser los ricos de mañana. En cambio, cuando el ritmo de avance de la economía es bajo y la riqueza acumulada (entendida como capital) es elevada, entonces la distribución de la riqueza del presente influye sobremanera en la del futuro, de modo que los herederos de los capitalistas de hoy serán los capitalistas del mañana. Según Piketty, las economías más avanzadas y de mercado (léase, EE. UU., Europa Occidental y países similares) han alcanzado esta madurez. Sus tasas de avance económico son limitadas porque ya se encuentran en la frontera del progreso tecnológico (gracias a mejoras del pasado) y la demografía es estable, cuando no bajista. Sin realizar juicios de valor sobre las implicaciones respecto a la transmisión de la riqueza, el autor simplemente advierte que, de no existir algún mecanismo redistributivo, esta dinámica se perpetuará en el tiempo.

Piketty presenta una relación y una condición que dan pie a la importancia de la «herencia» del capital en la determinación de los ricos del mañana. La primera dice que la participación del capital en la renta es igual al retorno del capital multiplicado por la ratio entre capital y PIB. No puede haber controversia al respecto, pues es una simple definición. La condición extra, que resulta crucial, establece que en la actualidad y también en el futuro el retorno del capital se sitúe por encima de la tasa de crecimiento de la economía. De esta manera, si el crecimiento económico es bajo y el capital está en manos de unos pocos individuos, aunque una persona trabaje duramente toda su vida, será muy difícil que pueda ahorrar una riqueza significativa que compita con la que ya poseen «los ricos» o capitalistas contemporáneos. El motivo es que los salarios solo pueden crecer a un ritmo pequeño, por debajo del ya modesto crecimiento del PIB, dado que el retorno del capital supera el avance de la economía. El resultado de lo anterior es que la participación del capital en la renta tiende a aumentar y la participación del trabajo, a descender.

Lógicamente, el supuesto de que el retorno al capital se mantendrá en niveles elevados a lo largo de los años es el primer motivo de crítica al análisis de Piketty. Concretamente, que la ratio entre capital y PIB vaya creciendo con el tiempo significa que el factor capital es cada vez más abundante. Que simultáneamente el pago por el capital (su retorno) se mantenga elevado entra en contradicción con la clásica ley de los rendimientos decrecientes. Una segunda crítica notable hace referencia a la creciente relevancia del capital humano en las economías avanzadas. El término capital humano se refiere a la formación y conocimiento que adquieren los trabajadores. El uso de la palabra capital para referirse a una cualidad de los trabajadores no es gratuito, pues connota cierto paralelismo con el capital en su versión más clásica (las máquinas), aunque el capital humano esté menos sujeto a los rendimientos decrecientes. El propio Piketty menciona que la definición de capital ha variado a lo largo de los siglos y que, mientras que en la actualidad comprende mayoritariamente maquinaria, en el pasado incluía a los esclavos. Así pues, ¿por qué no podemos pensar que en un futuro no muy lejano el capital humano será una forma de capital tan o más importante que la maquinaria de hoy? Si este fuera el caso, lo que más nos debería preocupar como ciudadanos sería la igualdad de oportunidades en educación y formación, de tal manera que quienes más se esforzaran en formarse, sin perjuicio de la capacidad innata, serían los ricos del futuro.

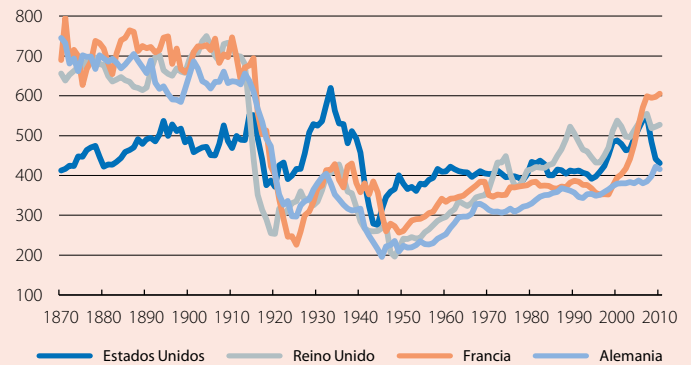
En suma, tanto el sospecho habitual (progreso tecnológico) como el que no lo es tanto (acumulación de riqueza) comparten algo más que una cara amable con segundas intenciones: su influencia en el reparto de la «porción extra de pastel» parece girar en torno a la educación. Una fuerza laboral formada será capaz de beneficiarse de las mejoras tecnológicas, a la vez que compensará de manera justa el esfuerzo individual. Los ricos no se perpetuarán en un mundo donde el capital humano sea la principal fuente de riqueza.

Clàudia Canals

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

La riqueza se ha acumulado a pasos agigantados en los últimos 30 años

Riqueza privada (*) (en % renta nacional)



Nota: (*) Riqueza privada = activos no financieros + activos financieros – pasivos financieros (hogares y sectores sin ánimo de lucro).

Fuente: Piketty, T., and G. Zucman, «Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries, 1700-2010», Working Paper, CEPR.

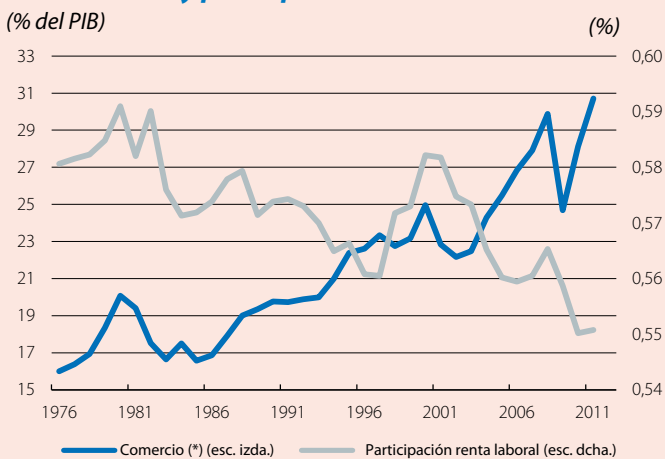
(4) La versión inglesa del libro saldrá este 2014: Thomas Piketty, «Capital in the Twenty-First Century», Cambridge, MA: Belknap Press. Asimismo, véase Branko Milanovic (2013, «The return of "patrimonial capitalism": review of Thomas Piketty's Capital in the 21st century», MPRA Paper 52384, University Library of Munich, Germany) para un análisis crítico del libro de Thomas Piketty.

La globalización y la redistribución de la renta

El peso de las rentas del trabajo en la renta total ha disminuido en la mayoría de países desarrollados durante las últimas décadas. En términos coloquiales, dado el tamaño del pastel, la porción que se quedan los trabajadores se ha ido reduciendo en el tiempo. Esta tendencia ha coincidido con un incremento de la globalización económica. ¿Están ambas tendencias relacionadas? ¿Podemos atribuir la disminución de la parte del pastel de los trabajadores al aumento de la globalización?

La globalización puede haber afectado a la redistribución de la renta por distintos canales. El canal más directo es que, en la actualidad, los trabajadores compiten a nivel global, no solamente a nivel de país. Los canales indirectos son varios, pero uno de los más estudiados es el menor peso de los sindicatos en las economías desarrolladas.

Globalización y participación de la renta en EE. UU.



Nota: (*) Comercio son exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

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

de telas por parte de Inglaterra a Portugal a cambio de vino. El ejemplo típico de la segunda globalización es el del iPhone, que se diseña en EE. UU. y se fabrica en China utilizando componentes producidos en distintos países asiáticos. Además, la adopción de Internet ha cambiado la naturaleza del bien comercializable. Sirva de ejemplo el hecho de que muchas empresas hayan trasladado el departamento de contabilidad o de atención al cliente a otros países, o que en algunos hospitales la lectura de radiografías se deslocalice. Son servicios que, en todos los casos, se comercializan gracias a Internet. En resumen, la segunda globalización ha ampliado la cesta de bienes y servicios susceptibles de ser comercializados y ha permitido que distintas fases del proceso productivo se desarrollen en distintos países.

Tras analizar las particularidades de cada una de las globalizaciones, es preciso examinar si sus efectos sobre las rentas salariales son parecidos o distintos. En ambos casos observamos que las empresas obtienen más beneficios porque el mercado es mayor y son capaces de reducir sus costes de producción. Por ejemplo, Inglaterra podía especializarse en la producción de tejidos e incrementar así sus ganancias, y Apple puede vender sus productos a todos los mercados y producir cada componente del iPhone en el país más barato. Sin embargo, aunque en ambos casos el tamaño del pastel es mayor, *a priori* desconocemos la evolución del peso de las rentas salariales. Para responder a esta pregunta es preciso identificar el tipo de trabajador afectado en cada una de las globalizaciones. En la primera, los bienes que se comercializaban exigían una mano de obra poco cualificada, por lo que los trabajadores más afectados por la competencia extranjera eran los de menor nivel educativo. En contraste, en la segunda globalización, los bienes que se comercializan necesitan de trabajadores con una cualificación media, por lo que son los trabajadores de nivel educativo intermedio los más perjudicados, a lo que cabe añadir el agravante de que se recolocan en trabajos de menor cualificación y menor salario. Es decir, la globalización ha provocado que el tipo de productos (o parte de la producción) que se fabrica en los países más avanzados requiera cada vez menos trabajadores y más capital. Por tanto, ambas globalizaciones tienen efectos cualitativos similares, pero la segunda afecta a más trabajadores y tiende a exacerbar la disminución relativa de las rentas salariales.

Empecemos analizando el primero. Los principales efectos de la globalización han sido el aumento en las posibilidades del comercio y la capacidad de aprovechar las ventajas comparativas de cada país. Algunos economistas, por ejemplo, Baldwin (2012) o Basco y Mestieri (2013)⁽¹⁾ distinguen dos tipos de globalización: (i) la primera globalización (desde el término de la Segunda Guerra Mundial hasta finales de los ochenta), caracterizada por un descenso de los aranceles; y (ii) la segunda globalización (desde principios de los noventa), causada por la revolución de las tecnologías de la información que disminuyeron los costes de comunicación. Ambas tienen en común haber facilitado el comercio entre países. Sin embargo, una diferencia importante entre una y otra globalización es que la segunda permitió romper la cadena de valor. Un intercambio representativo de la primera globalización, en la cual el proceso productivo se iniciaba y terminaba dentro de cada país, sería, por ejemplo, la venta

(1) Véase, Baldwin, R. (2012), «Global Supply Chains: Why They Emerged, Why They Matter, and Where They are Going», CTEI Papers, CTEI-2012-3. Basco, S., Mestieri, M. (2013). «Heterogeneous Trade Costs and Wage Inequality: A Model of Two Globalizations», Journal of International Economics, Vol. 89, Issue 2, March 2013, pp. 393-406.

Para comprobar la validez de estas hipótesis debemos recurrir a los datos. Existen distintos trabajos empíricos (véanse referencias en Basco y Mestieri, 2013) que muestran cómo la globalización ha afectado la distribución de las rentas salariales generando «polarización» (los trabajadores de nivel cualificado intermedio han salido perdiendo en relación con los trabajadores de cualificación alta y baja durante la segunda globalización). En otras palabras, trabajadores de cualificación intermedia han pasado a desempeñar trabajos de cualificación y retribución baja. Esta evidencia en la distribución salarial sugiere, pero no implica, el cambio en el peso relativo de las rentas salariales. La mejor manera para dilucidar esta cuestión es analizar si las industrias que están más expuestas a la competencia extranjera han sufrido una caída mayor del peso de las rentas salariales. Elsby *et al.* (2013)⁽²⁾ han hecho este ejercicio para los EE. UU. y confirman la hipótesis: la participación del trabajo efectivamente ha caído más en las industrias donde más ha aumentado la competencia internacional. Por lo tanto, este resultado confirma la idea de que la deslocalización de parte de la producción ha sido un factor importante en la caída secular de la participación del trabajo. Dado que la globalización es un proceso continuo y la competencia a nivel global se intensificará en el futuro, estos resultados implican que la mejor política para asegurar que los trabajos permanezcan en los países desarrollados es aumentar la productividad de sus trabajadores. Puesto que los países desarrollados tienen ventaja comparativa en trabajo cualificado, la inversión en educación reforzaría esta primacía y ayudaría a recolocar a los trabajadores que perdieran su trabajo a causa de la globalización en trabajos mejores. Otra medida posible sería mejorar infraestructuras que permitan ganar en competitividad y obliguen a que las diferencias salariales respecto a los países no desarrollados deban ser mayores para que las empresas deseen deslocalizar su producción.

Como se recordará, el segundo canal indirecto a través del cual se argumenta que la globalización ha influido en la redistribución de las rentas ha sido la paulatina pérdida de relevancia de los sindicatos en la mayoría de países desarrollados. El análisis formal de las causas de la disminución del peso de los sindicatos está fuera del alcance de este Dossier; solamente asumiremos que es un hecho y que la globalización, al obligar a los países ricos a competir con países con menor protección sindical, es una de las causas. No obstante, sí nos interesa estudiar cuál es la relación del papel de los sindicatos con la distribución del pastel. La premisa inicial es la siguiente: si los sindicatos pierden presencia, el poder negociador relativo de los empresarios aumenta y, por lo tanto, los trabajadores perciben una parte menor de la producción de la empresa. De ahí se inferiría que el detrimento del peso de los sindicatos se asocia a una disminución de la remuneración salarial. Nuevamente, la evidencia empírica (en este caso, el informe de la OCDE de 2012) nos ha de servir para corroborar si existe una relación directa entre el cambio en el porcentaje de trabajadores afectados por el convenio colectivo y el cambio en el peso de las rentas salariales. En el segundo gráfico que reproducimos en el presente artículo no se observa ninguna correlación. Repararnos, por ejemplo, en que las rentas salariales han bajado intensamente en Italia y Suecia, pero que el cambio en la cobertura del convenio colectivo ha sido pequeño. Una posible crítica a este análisis sería que los efectos no se observan entre países sino exclusivamente entre las distintas industrias de un país. Siguiendo la lógica que el poder de los sindicatos difiere según las industrias, Elsby *et al.* (2013) analizaron si en las industrias de EE. UU. en las que el peso de los sindicatos se había reducido más también había disminuido más el peso de las rentas salariales, y no encontraron ningún efecto diferencial. Por tanto, todo indica que la pérdida de importancia de los sindicatos no explica la disminución del peso de la remuneración del trabajo.

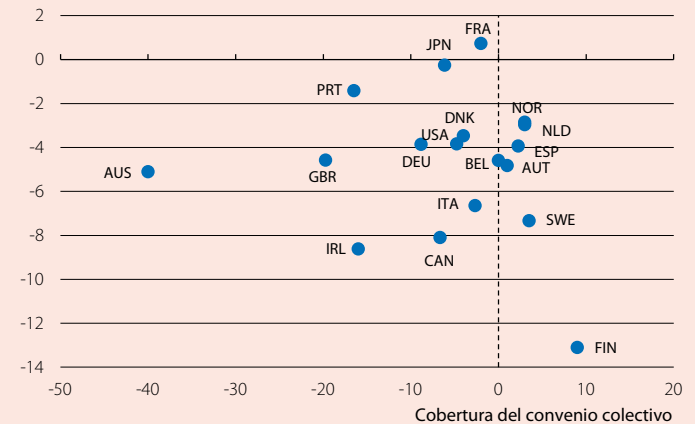
Para concluir, hasta la fecha nos hemos beneficiado de los efectos positivos de la globalización como el aumento de productos o poder comprarlos a precios más asequibles (es decir, del incremento del tamaño del pastel). No obstante, ello ha venido acompañado de un importante cambio en la distribución de la renta, que ha afectado especialmente a las clases medias. En este contexto, la política educativa y medidas de competitividad que mejoren la calidad de la producción son determinantes para que el conjunto de la población se beneficie de los efectos positivos de la globalización sin que empeore la distribución de la renta.

Sergi Basco

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

Evolución de rentas salariales y cobertura del convenio colectivo

Participación del trabajo



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de la OCDE 2012.

(2) Véase, Elsby, M., Højibj.B., Sahin, A. (2013). «The decline of the U.S. Labor Share», Brookings Papers, September 2013.

La caída de las rentas del trabajo en España y EE. UU.: factores coyunturales

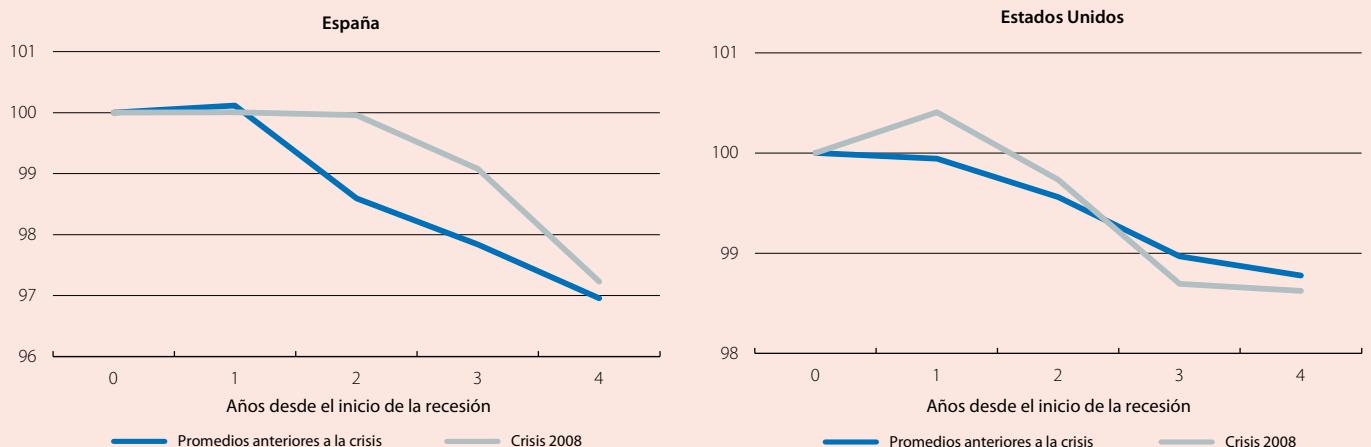
Como en la mayoría de países desarrollados, en España el peso de las rentas del trabajo presenta una tendencia decreciente. En los últimos años, el proceso parece que se ha acelerado. Tanto el contexto recesivo como otros factores coyunturales han tenido un papel determinante.

Más allá de la tendencia descendente global a largo plazo, el peso de las rentas laborales muestra un marcado patrón procíclico, aunque suele responder a las variaciones del PIB con cierto retraso: cuando empieza una recesión su peso suele aumentar, pero, pasados unos trimestres, en general retrocede de forma marcada. En el lado opuesto, es también conocido el patrón contracíclico del margen empresarial. Las empresas, ya sea por motivos de precaución, de aversión al riesgo o para poder mejorar su posición financiera, tienden a aumentar el margen con el que operan durante las recesiones.

La pauta en esta recesión no ha sido una excepción. Como se ilustra en el gráfico siguiente, en España el patrón de ajuste del peso de las rentas del trabajo ha sido bastante similar al de las últimas recesiones. Según datos de la OCDE, las rentas del trabajo cayeron cerca del 3% entre 2008 y 2012, un registro muy similar al de las dos últimas crisis. Asimismo, el declive de las rentas del trabajo en EE. UU., el cual ha sido del 1,4%, también se asemeja al de las últimas recesiones.

Evolución de las rentas del trabajo en % del PIB durante los ciclos económicos

(Índice, año de inicio de cada recesión = 100)



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

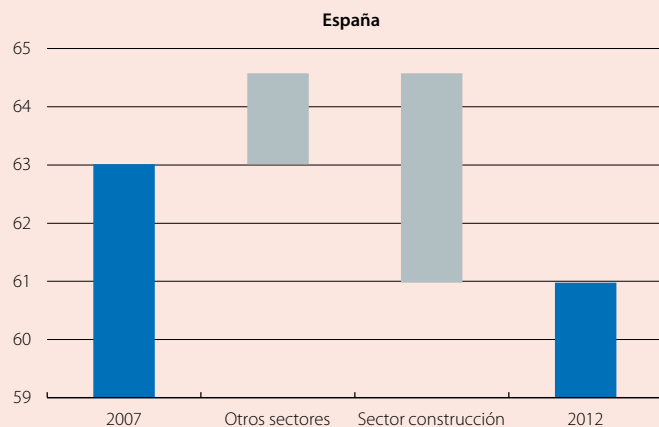
Por tanto, parece razonable pensar que a medida que la reactivación económica se vaya consolidando, parte del retroceso que se ha producido en el peso de las rentas del trabajo se podría recuperar. Sin embargo, el papel que ha tenido el sector inmobiliario en la actual recesión podría modificar este patrón. El sector inmobiliario es muy intensivo en mano de obra y esto contribuye a que el peso de las rentas del trabajo respecto al valor añadido de dicho sector sea superior al del resto de sectores económicos. Por ejemplo, en España, el peso de las rentas del trabajo respecto al valor añadido del sector se ha mantenido 2,5 p. p. por encima de la ratio del conjunto de la economía.

No es de extrañar, por tanto, que la caída del peso del sector de la construcción haya sido uno de los principales factores que han empujado a la baja la participación de la renta del trabajo durante los últimos años. En España, el peso del sector de la construcción en el PIB cayó en 5 p. p. entre 2007 y 2012, hasta el 8,6% del PIB, y en EE. UU., en 1,4 p. p. Como se muestra en los dos últimos gráficos, la contribución de la caída del sector de la construcción explica el 60% de la caída del peso de las rentas del trabajo en EE. UU. En España, el colapso de este sector habría reducido la participación de las rentas del trabajo en 3,6 p. p., pero fue compensado, en parte, por el aumento del peso del sector del comercio y el de la información y las comunicaciones.

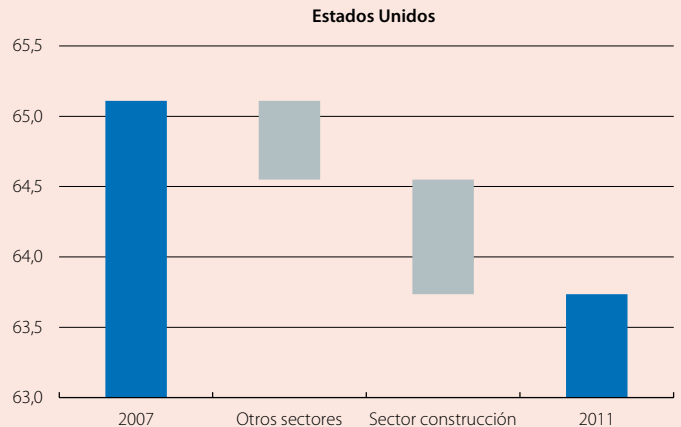
Otro de los elementos que ha tenido un papel importante en la variación de la participación de las rentas del trabajo ha sido la composición de la destrucción de empleo. De los 3,6 millones de puestos de trabajo que se han destruido entre 2007 y 2013 en

Contribución del sector de la construcción a la caída de las rentas del trabajo

(% del PIB y contribuciones en p. p.)



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



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

España, 2,5 han sido en la población de menos de 30 años. El número de ocupados con más de 55 años, en cambio, ha aumentado en 151.000 personas. Las diferencias salariales por tramos de edad no son insignificantes: en 2011, por ejemplo, el salario promedio de las personas de más de 55 años era de 26.000 euros anuales, más del doble del salario promedio de la población de menos de 30 años, y un 14% superior al salario promedio del conjunto de la población. En definitiva, el peso de las rentas del trabajo ha caído porque el descenso de la ocupación ha sido mucho mayor al del PIB, del 17,7% frente al 6,9%, concretamente; o, dicho de otra forma, por el fuerte aumento de la productividad que se ha producido.

Además, si el nivel de productividad del trabajo se mantiene en los próximos años, el peso de las rentas del trabajo podría seguir menguando. Esto se debería al efecto de la llegada de la generación del *baby boom* a la edad de jubilación. Este no se debe menospreciar: por cada punto porcentual que cae el peso de la población de más de 55 años, aunque el salario medio de este grupo de edad se mantenga constante, el peso de las rentas del trabajo se reduce en 0,1 p. p. aproximadamente si la productividad se mantiene constante.

En EE. UU., el *baby boom* tuvo lugar, aproximadamente, 20 años antes que en España, y esta generación empezará a llegar a la edad de jubilación en los próximos años. Actualmente, el grueso de los *baby boomers* se encuentra en la franja de edad entre los 55 y 67, población que ha incrementado en aproximadamente un 23% desde 2007 en detrimento del grupo comprendido entre 25 y 54 años, que ha caído un 1%. Dado que el segmento de edad más avanzado tiene en promedio un salario más elevado (en 2013 fue un 15% mayor respecto al salario promedio total), su paulatina salida del mercado laboral va a suponer un descenso del peso de las rentas del trabajo. Dicho efecto es similar al de España, siendo de 0,1 p. p. por cada punto porcentual de reducción de la población mayor de 55 años, manteniéndose constantes los salarios medios por grupo de edad y el nivel de productividad.

En definitiva, es probable que parte de la caída del peso de las rentas del trabajo se recupere en los próximos años, a medida que la reactivación económica se vaya consolidando. De todas formas, existen ciertos factores más allá de las tendencias de fondo que entrañan el progreso tecnológico o la globalización, que también podrían empujar el peso de las rentas del trabajo a la baja.

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



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

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

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

Consejo Asesor

El Consejo Asesor orienta al Área de Estudios y Análisis Económico en sus tareas de análisis de las políticas económicas y sociales que puedan ser más eficaces para el progreso de la sociedad española y europea. Forman parte del Consejo:

- Pol Antras
Harvard University
- Philippe Bachetta
Université de Lausanne
- Ramon Caminal
Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells
Universitat Oberta de Catalunya
y University of Southern California
- María Paz Espinosa
Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza
Universidad Autónoma de Madrid
- Marta Reynal-Querol
Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart
IESE Business School
- Xavier Sala-Martín
Columbia University
- Jaume Ventura
CREI - Universitat Pompeu Fabra

GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES a 31 de diciembre de 2012

Actividad financiera

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

Personal, oficinas y medios de pago

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

Obra Social: presupuesto por actividades para 2013

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

Publicaciones

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

 "la Caixa" **Research** en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

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

