

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 392 | JULIO-AGOSTO 2015



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
*Normalización monetaria en EE. UU.:
la nueva caja de herramientas de la Fed*

ECONOMÍA INTERNACIONAL
*Los subsidios energéticos: ¿listos para
una rebaja?*

UNIÓN EUROPEA
Eurozona: sin convergencia no hay unión

ECONOMÍA ESPAÑOLA
*Fuentes de financiación alternativas:
el capital riesgo*

DOSSIER: LA ECONOMÍA DIGITAL

*La economía digital: la revolución global
de los datos*

La era digital y su papel en la economía

*Digitalizarse o morir: la transformación
digital de industrias y empresas*

*Los retos del Estado en la nueva
economía digital*



"la Caixa" Research

INFORME MENSUAL

Julio-Agosto 2015

CaixaBank, S.A.

Planificación Estratégica y Estudios

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Información general y consultas:

estudis@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas, etc.):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

30 de junio de 2015

Jordi GualDirector Ejecutivo de Planificación
Estratégica y Estudios**Enric Fernández**

Director de Estrategia Bancaria

Oriol Aspachs

Director de Macroeconomía

Avelino Hernández

Director de Mercados Financieros

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Normalización monetaria en EE. UU.: la nueva caja
de herramientas de la Fed*10 *Riesgo de liquidez en los mercados de renta fija: mejor no bajar
la guardia***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Los subsidios energéticos: ¿listos para una rebaja?*16 *El PIB de EE. UU. en el 1T: mejor de lo que parece***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Europa emergente: la bonanza de la eurozona permitirá superar
el escollo ruso*22 *Eurozona: sin convergencia no hay unión***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La contratación indefinida en la recuperación*28 *El tipo de interés y la mejora del saldo de rentas: un apoyo
transitorio*29 *Fuentes de financiación alternativas: el capital riesgo***32 DOSSIER: LA ECONOMÍA DIGITAL**32 *La economía digital: la revolución global de los datos*
Àlex Ruiz y Gerard Masllorens34 *La era digital y su papel en la economía*
Ariadna Vidal Martínez36 *Digitalizarse o morir: la transformación digital de industrias
y empresas*

Judith Montoriol Garriga

38 *Los retos del Estado en la nueva economía digital*

Josep Mestres Domènech

Las alternativas de Grecia

Tras el triunfo claro del «no» en el referéndum del 5 de julio, se abre una nueva etapa en las negociaciones entre las instituciones y el Gobierno griego, pero las alternativas políticas y económicas a las que se enfrenta Grecia siguen siendo, sustancialmente, dos.

La primera es continuar en la eurozona. Ello supone una nueva y compleja negociación en la que las instituciones solo estarán dispuestas a conceder nueva financiación a Grecia a cambio de pruebas fehacientes de que el país adopta las reformas y los ajustes necesarios para garantizar que su economía deviene competitiva y fiscalmente estable.

Sin duda, las negociaciones podrán incorporar medidas que alivien la carga efectiva de la deuda en la economía griega (como ya ha ocurrido en el pasado), pero la verdadera clave del posible acuerdo va a ser la secuencia temporal entre las reformas, el desembolso de los fondos y el momento en que se relajen las condiciones de financiación. Es decir, en qué medida las reformas y ajustes anteceden a la concesión de nuevos fondos y, en especial, a los cambios en los términos de la deuda ya existente.

Al margen de la plasmación concreta del acuerdo, esta primera alternativa es la que tiene sentido político para la eurozona. Y también para Grecia, si el país desea modernizar su economía y sus instituciones.

La segunda alternativa para Grecia es el abandono *de facto* del euro, mediante la introducción de pagarés para hacer frente a la fuerte restricción de liquidez que se generaría en el caso de no llegar a un acuerdo con las instituciones. Dichos pagarés funcionarían en la práctica como una nueva moneda. Esta alternativa provocaría, a corto plazo, el desabastecimiento de los comercios y la quiebra de muchas compañías y entidades financieras, lo que, sumado a la fuerte devaluación que sufriría la nueva moneda, haría imposible atender la devolución de la deuda con los acreedores internacionales, que seguiría denominada en euros.

La salida de Grecia del euro sería una muy mala noticia para la eurozona y para el conjunto de la Unión Europea, puesto que cuestionaría el proyecto político europeo y comportaría importantes riesgos desde el punto de vista geoestratégico. Si bien es cierto que la eurozona resultante tal vez tendría mayores dosis de cohesión a medio y largo plazo, el *grexit* sería un duro mazazo en un momento inoportuno. Desde 2008, se ha hecho patente la necesidad de una mayor unión política para garantizar la viabilidad de la unión monetaria, y se han llevado a cabo grandes esfuerzos para conseguirla. Un tropezón justo ahora podría ser un serio contratiempo.

En cualquier caso, el *grexit* sería un mal negocio especialmente para Grecia. Aunque es cierto que la devaluación a medio plazo podría comportar un cierto repunte de la actividad económica, su efectividad en términos de crecimiento a largo plazo es dudosa, puesto que, en ausencia de reformas estructurales e institucionales y de estabilidad fiscal y financiera, el país no mejoraría la competitividad real de su economía ni, en último término, su bienestar.

En definitiva, tras el referéndum del 5 de julio, la eurozona (y, por extensión, la Unión Europea en su conjunto), afrontan unas semanas decisivas. Para que se alcance un acuerdo, será necesario un fuerte liderazgo político: que los negociadores tengan altura de miras y una visión del papel de Europa en el mundo, más allá de las cuitas de los Estados miembros. Solo así el proyecto europeo puede salir reforzado de este formidable envite al que se ha visto abocado.

Jordi Gual
Economista jefe
6 de julio de 2015

CRONOLOGÍA

JUNIO 2015

- 26 El **Gobierno griego convoca un referéndum** sobre la aceptación de la última oferta de acuerdo de las instituciones europeas para el día 5 de julio.
- 30 Grecia no paga el vencimiento de 1.600 millones de euros de **deuda al Fondo Monetario Internacional**.

MAYO 2015

- 7 Mayoría absoluta de los conservadores en las **elecciones del Reino Unido**, marcada por la promesa de convocar un referéndum sobre la permanencia del país en la Unión Europea.

ABRIL 2015

- 7 El **Tesoro español coloca letras a seis meses a tipo de interés negativo** por primera vez en la historia.

MARZO 2015

- 9 El **Banco Central Europeo inicia las compras de bonos soberanos**. Se establece un límite a la rentabilidad de los bonos adquiridos, que debe ser al menos igual a la ofrecida por la facilidad de depósito, actualmente fijada en el -0,20%.

FEBRERO 2015

- 23 El **Gobierno griego** llega a un acuerdo con las instituciones para **prorrogar cuatro meses el programa de rescate**. Como contrapartida, se ha comprometido a llevar a cabo una ambiciosa agenda de reformas estructurales.

ENERO 2015

- 22 El **Banco Central Europeo anuncia la ampliación del programa de compras de activos** hasta los 60.000 millones mensuales, incluyendo deuda pública y privada. El programa se llevará a cabo hasta septiembre de 2016, pero se puede extender si la inflación se mantiene muy por debajo del 2%. También **redujo el tipo de interés de las subastas TLTRO** del 0,15% al 0,05%.
- 25 **Syriza gana las elecciones en Grecia**, y plantea renegociar la deuda pública y las políticas de austeridad.

AGENDA

JULIO 2015

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
- 6 Índice de producción industrial (mayo).
- 15 Cuentas financieras (1T).
- 16 Comercio exterior (mayo).
- Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 17 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 23 Encuesta de población activa (2T).
- 28 Ejecución presupuestaria del Estado (junio).
- Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 30 Avance PIB (2T).
- Avance PIB de EE. UU. (2T).
- Avance IPC (julio).
- Índice de sentimiento económico de la eurozona (julio).
- 31 Balanza de pagos (mayo).

AGOSTO 2015

- 3 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (julio).
- 7 Índice de producción industrial (junio).
- 14 Avance PIB de la eurozona (2T).
- 17 Avance PIB de Japón (2T).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (junio).
- Comercio exterior (junio).
- 27 Contabilidad nacional trimestral (2T).
- 28 Avance IPC (agosto).
- Índice de sentimiento económico de la eurozona (agosto).
- 31 Balanza de pagos (junio).
- Ejecución presupuestaria del Estado (julio).

El temporal griego no desviará el rumbo de la recuperación europea

Aumenta la incertidumbre sobre la situación de Grecia, pero la expansión macroeconómica europea no peligra.

Después de meses de negociaciones, el 30 de junio expiró el segundo programa de rescate sin que se llegara a un acuerdo entre Grecia y las instituciones acreedoras. Como resultado, los desembolsos pendientes no se realizaron. Asimismo, en el tramo final del proceso negociador, el Gobierno heleno convocó un referéndum para el 5 de julio sobre la propuesta de las instituciones, implementó medidas de control de capitales a fin de contener las dificultades de liquidez bancaria y no pagó la deuda al Fondo Monetario Internacional (FMI). A pesar de los vaivenes del proceso y de la incertidumbre que se abre para los próximos meses, el impacto en la bolsa europea y en las primas de riesgo ha sido contenido. Ha sido así por la existencia de cortafuegos que el Banco Central Europeo (BCE) ha ido implementando en los últimos años, y por los avances institucionales en la unión económica y monetaria (UEM), que mitigan la probabilidad de contagio financiero. También están ayudando la menor exposición de la banca europea a los activos financieros griegos y la mejora del cuadro macroeconómico de los países de la periferia, gracias a la implementación de reformas estructurales y a las políticas de ajuste público. Finalmente, también contribuye a atemperar el impacto el buen momento de la coyuntura europea. Apoyada por el abaratamiento del crudo, la depreciación del euro y la mejora de las condiciones financieras, la expansión europea está ganando impulso. Si en enero el conjunto de los analistas esperaban un crecimiento de la eurozona del 1,1% en 2015, la cifra que ahora manejan es del 1,5%. La probabilidad de que la crisis griega no tumbe la recuperación económica no implica que se deba ser complaciente: es un hecho que la UEM todavía adolece de falta de desarrollo en ámbitos clave, como el financiero o el fiscal. El llamado «Informe de los cinco presidentes» dibuja la hoja de ruta que se debería seguir para avanzar en la unión financiera, económica y presupuestaria, una propuesta oportuna y relevante que no debería caer en saco roto.

La economía española mantiene el tono. Siendo este el contexto europeo, ¿cómo está transitando la economía española por estos meses turbulentos? Probablemente, España es uno de los países que mejor ejemplifica los rasgos generales antes presentados para la eurozona en su conjunto. A más corto plazo, el impacto financiero ha sido similar al mencionado: el Ibex 35 y el Eurostoxx 50 (el índice bursátil de la eurozona) sufrieron caídas parecidas y el

repunte de la prima de riesgo española fue reducido. Este es el resultado de los factores mencionados: cortafuegos del BCE, profundización en la UEM y un pulso económico sólido. En este último aspecto, cabe destacar que el dinamismo de la economía española en este primer semestre ha sido notable. Tras registrar un fuerte crecimiento en el 1T 2015, los indicadores disponibles apuntan a un ritmo similar en el 2T. Ello justifica revisar al alza la previsión de crecimiento del conjunto del año hasta el 3,1%, a pesar de que esperamos que la economía se desacelere moderadamente en la segunda mitad de 2015 y en 2016, a causa del paulatino agotamiento de los factores de apoyo temporal (petróleo y euro, en particular). Esta suave ralentización no empaña el hecho de que se haya entrado en una dinámica positiva, que incluye elementos como la mejoría de las rentas de los hogares (que se benefician del buen tono del mercado laboral), la inflación (que empieza, finalmente, a reflejar el tono más vigoroso de la demanda interna), la ampliación del superávit exterior, la recuperación inmobiliaria y la reactivación del crédito.

El crecimiento global se mantiene. A medida que nos alejamos de Europa, el impacto de la crisis griega se diluye (como atestigua el menor castigo a los activos financieros de riesgo) y otros factores toman el relevo. En EE. UU., tras un 1T 2015 atípicamente débil, los indicadores de actividad del 2T sugieren una recuperación apreciable del crecimiento y la permanencia de dos fuerzas centrales: inflación contenida y dinamismo laboral. Con estos dos elementos en su sitio, esperamos que la Reserva Federal empiece a subir el tipo de referencia en otoño y que después continúe la senda de normalización monetaria de forma gradual. Japón, por su parte, después de registrar un 1T mejor de lo inicialmente publicado, va camino de crecer un 1% en 2015, cifra modesta que se explica por las dificultades que tiene el país para activar el consumo privado. Otro gigante asiático, China, se mueve por coordenadas diferentes. En su caso, el reto es conseguir lo que el FMI denomina «una transición, ardua pero necesaria, hacia un modelo de crecimiento más sólido y de mayor calidad». En este contexto, la moderación de las tasas de avance del PIB se considera un subproducto de este cambio de modelo. La situación china es, en todo caso, diametralmente distinta de las complicaciones que viven otros emergentes, en particular, Brasil y Rusia, que están registrando caídas de la actividad de cierta intensidad en estos primeros compases del año, que tienen visos de continuar en lo que queda de ejercicio.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2013	2014	2015	2016	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial¹	3,4	3,3	3,3	3,7	3,2	3,3	3,3	3,4	3,8	3,7
Países desarrollados	1,2	1,6	2,0	2,3	1,7	2,1	2,1	2,2	2,4	2,2
Estados Unidos	2,2	2,4	2,7	2,7	2,9	2,8	2,4	2,7	3,2	2,8
Eurozona	-0,4	0,9	1,5	1,8	1,0	1,4	1,7	1,8	1,9	1,8
Alemania	0,2	1,6	1,6	1,9	1,0	1,5	2,0	1,8	2,0	2,0
Francia	0,4	0,2	1,1	1,5	0,7	1,1	1,2	1,4	1,2	1,4
Italia	-1,7	-0,4	0,6	1,2	0,1	0,5	0,9	1,1	1,1	1,2
España	-1,2	1,4	3,1	2,6	2,7	3,0	3,3	3,3	3,0	2,7
Japón	1,6	-0,1	1,0	1,2	-1,0	1,1	2,0	2,0	1,4	1,3
Reino Unido	1,7	3,0	2,1	2,1	2,9	2,3	1,9	1,5	1,7	2,0
Países emergentes	6,2	5,9	5,1	5,7	5,1	5,2	5,1	5,2	5,7	5,7
China	7,7	7,4	6,7	6,5	7,0	6,7	6,4	6,5	6,8	6,4
India ²	6,9	7,3	7,1	7,2	7,5	7,1	7,0	7,2	7,2	7,2
Indonesia	5,6	5,0	5,4	5,9	4,7	5,4	5,6	5,7	5,7	5,8
Brasil	2,7	0,1	-0,9	0,8	-1,6	-0,8	-0,8	-0,5	0,1	0,8
México	1,4	2,1	2,8	3,6	2,5	2,8	3,0	3,0	3,5	3,6
Chile	4,2	1,9	2,8	3,5	2,4	2,8	2,8	3,2	3,4	3,5
Rusia	1,3	0,6	-3,3	-0,8	-2,2	-4,0	-3,6	-3,3	-2,5	-1,5
Turquía	4,2	2,9	3,3	4,0	2,3	3,2	3,6	3,9	3,8	4,0
Polonia	1,7	3,5	3,5	3,7	3,5	3,3	3,5	3,6	3,7	3,6
Sudáfrica	2,3	1,6	2,2	2,7	2,0	2,0	2,4	2,4	2,6	2,7
INFLACIÓN										
Mundial¹	3,7	3,3	3,0	3,6	2,6	3,1	3,0	3,3	3,7	3,7
Países desarrollados	1,4	1,3	0,4	1,9	0,1	0,1	0,3	1,0	1,9	1,8
Estados Unidos	1,5	1,6	0,2	2,2	-0,1	-0,1	0,2	0,9	2,3	2,1
Eurozona	1,4	0,4	0,4	1,6	-0,3	0,2	0,5	1,1	1,8	1,6
Alemania	1,6	0,8	0,6	1,9	-0,2	0,3	0,9	1,4	2,1	1,9
Francia	1,0	0,6	0,4	1,4	-0,2	0,3	0,6	1,1	1,6	1,4
Italia	1,3	0,2	0,3	1,4	-0,1	0,1	0,4	0,9	1,5	1,4
España	1,4	-0,2	0,0	1,9	-1,0	-0,2	0,2	1,1	2,2	1,8
Japón ³	0,4	2,7	0,9	1,4	2,3	0,5	0,2	0,8	1,5	1,2
Reino Unido	2,6	1,5	0,4	1,7	0,1	0,0	0,5	0,9	1,4	1,6
Países emergentes	4,4	3,8	3,9	4,1	3,0	4,5	3,9	4,1	4,1	0,0
China	2,6	2,0	1,4	2,1	1,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,3
India	10,1	7,2	4,8	6,7	5,3	4,9	3,7	5,5	7,2	7,2
Indonesia	6,4	6,4	6,3	5,2	6,5	7,0	6,7	5,1	4,7	5,3
Brasil	6,2	6,3	7,8	6,1	7,7	8,0	8,0	7,7	6,5	6,2
México	3,8	4,0	3,2	3,1	3,1	3,1	3,3	3,2	3,1	3,3
Chile	2,1	4,4	3,8	3,0	4,4	3,9	3,6	3,3	3,1	3,0
Rusia	6,8	7,8	13,7	6,6	16,2	16,0	12,5	10,0	8,0	7,0
Turquía	7,5	8,9	6,9	6,5	7,5	6,8	6,7	6,6	6,5	6,2
Polonia	1,2	0,2	-0,2	1,9	-1,2	-0,5	-0,1	0,9	1,7	1,7
Sudáfrica	5,8	6,1	4,9	5,8	4,1	4,6	4,7	6,1	6,9	5,7

Notas: 1. En paridad de poder adquisitivo. 2. Datos anuales representan año fiscal. 3. Contempla la subida del impuesto al consumo introducida en abril de 2014.

Previsiones

Economía española

	2013	2014	2015	2016	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,3	2,4	3,4	2,4	3,5	3,5	3,5	3,3	3,1	2,6
Consumo de las AA. PP.	-2,9	0,1	0,6	-0,2	0,1	0,2	0,6	1,8	0,0	0,1
Formación bruta de capital fijo	-3,7	3,4	5,3	4,2	6,0	5,2	5,1	4,8	4,6	4,2
Bienes de equipo	5,6	12,3	7,6	5,3	9,4	7,6	6,9	6,5	6,4	5,4
Construcción	-9,2	-1,4	4,5	3,6	4,9	4,4	4,6	4,0	3,3	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-2,7	2,2	2,9	2,2	3,0	2,9	2,9	3,0	2,7	2,3
Exportación de bienes y servicios	4,3	4,2	5,3	5,9	5,7	6,4	3,8	5,3	5,7	5,9
Importación de bienes y servicios	-0,4	7,7	5,5	5,0	7,4	6,6	2,9	4,9	5,3	5,2
Producto interior bruto	-1,2	1,4	3,1	2,6	2,7	3,0	3,3	3,3	3,0	2,7
Otras variables										
Empleo	-3,2	1,2	3,0	2,5	2,8	2,9	3,1	3,0	2,9	2,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	26,1	24,4	22,3	20,7	23,8	22,3	21,6	21,6	21,9	20,7
Índice de precios de consumo	1,4	-0,2	0,0	1,9	-1,0	-0,2	0,2	1,1	2,2	1,8
Costes laborales unitarios	-0,4	-0,4	0,7	1,0	1,0	0,5	0,6	0,7	0,3	0,9
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	1,4	0,8	1,5	1,2	1,0	1,1	1,3	1,5	1,4	1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	2,0	1,2	2,1	1,8	1,3	1,7	1,9	2,1	2,0	1,9
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-6,8	-5,8	-4,8	-3,3						

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,31	0,98	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75	0,92
Líbor 3 meses	0,27	0,23	0,41	1,21	0,26	0,28	0,44	0,67	0,89	1,10
Líbor 12 meses	0,68	0,56	0,90	1,73	0,66	0,73	0,96	1,25	1,47	1,64
Deuda pública a 2 años	0,30	0,44	0,85	1,82	0,58	0,59	0,91	1,30	1,55	1,73
Deuda pública a 10 años	2,33	2,53	2,41	3,31	1,97	2,18	2,58	2,92	3,12	3,25
Euro										
Refi BCE	0,54	0,16	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 meses	0,22	0,21	0,02	0,03	0,05	-0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Euríbor 12 meses	0,54	0,48	0,19	0,28	0,26	0,17	0,16	0,16	0,19	0,23
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,13	0,05	-0,20	0,02	-0,18	-0,22	-0,20	-0,20	-0,13	-0,03
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,62	1,23	0,62	1,48	0,35	0,53	0,64	0,98	1,22	1,39
TIPOS DE CAMBIO										
\$/€	1,33	1,33	1,09	1,04	1,13	1,11	1,09	1,05	1,03	1,03
¥/€	129,65	140,42	133,05	129,82	134,30	134,21	133,27	130,41	129,29	129,60
£/€	0,85	0,81	0,72	0,71	0,74	0,72	0,72	0,71	0,71	0,71
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	108,47	99,45	63,57	78,75	55,19	63,42	66,33	69,33	73,20	77,58
Brent (€/barril)	81,67	74,83	58,25	75,87	48,97	57,34	61,14	66,19	71,24	75,43

Nota: 1. Acumulado de cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · Repunte de la aversión al riesgo ante un horizonte incierto

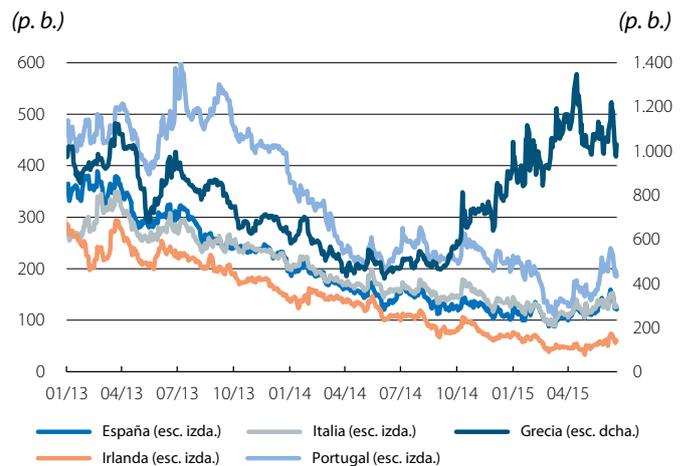
La reaparición en el último tramo de junio del fantasma de una posible salida de Grecia de la eurozona deja huella en los mercados. De todas formas, el descarrilamiento de las negociaciones entre Grecia y sus acreedores ha tenido un impacto limitado sobre las bolsas europeas y sobre las primas de riesgo periféricas. Lamentablemente, el sentimiento inversor estará dominado a corto plazo por la elevada incertidumbre resultante del panorama político y económico heleno. Aunque ha aumentado la probabilidad de que el desenlace de la cuestión griega sea adverso, nuestro escenario central sigue contemplando la permanencia del país en la eurozona. Por otro lado, la plena operatividad de los mecanismos de ámbito europeo diseñados para contener eventuales escaladas de inestabilidad financiera limita el alcance y el posible contagio al resto de la región.

El flujo de noticias procedente de Grecia dominará la escena financiera internacional durante el verano, un periodo estacional ya de por sí poco favorable. En consecuencia, el tono volátil del entorno financiero internacional, lejos de remitir, continuará presente a lo largo de los meses estivales. Además de las vicisitudes que depare la saga griega, las actuaciones de la Reserva Federal (Fed) en materia de tipos de interés es otro elemento relevante en la evolución de los mercados internacionales. En este sentido, la Fed mantendrá su discurso de gradualidad y condicionalidad de la normalización del tipo oficial, basándose en la evolución de la actividad económica y en la senda de inflación prevista.

La capacidad de resistencia de la deuda soberana periférica cobra protagonismo tras el sell-off de deuda pública alemana que tuvo lugar en la primavera, y al hilo del recrudecimiento de las tensiones en Grecia y de la instauración de un control de capitales en el país. La reacción inicial de los inversores intensificó los flujos «hacia la calidad» en busca de refugio (principalmente, deuda pública alemana) y también la venta de deuda periférica. No obstante, el repunte resultante de las primas de riesgo periféricas ha sido contenido (del orden de 30 p. b. en España e Italia y de 40 p. b. en Portugal). La mejora de las condiciones macroeconómicas y financieras, el saneamiento del sector bancario y los diversos mecanismos de contención existentes limitan la magnitud de un posible contagio al resto de países periféricos. Prueba de ello es que no se han puesto en marcha mecanismos de transmisión y amplificación de las tensiones financieras, a diferencia de lo ocurrido durante la crisis de la eurozona en 2011 y 2012.

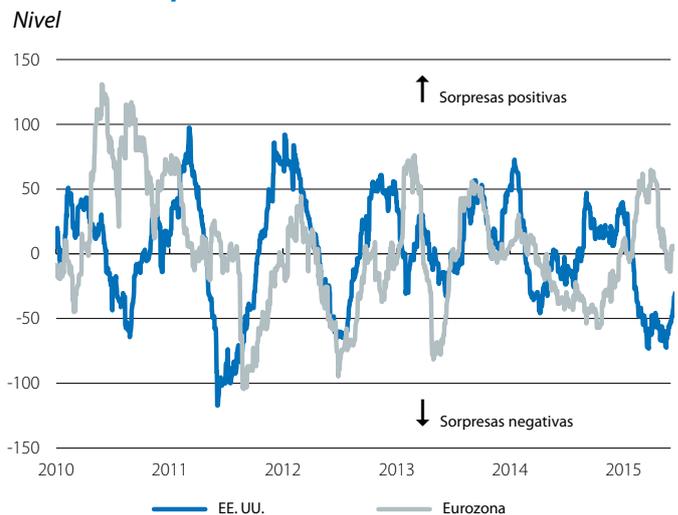
La actuación del BCE es clave en diversos frentes. Por un lado, el Consejo de Gobierno de la autoridad monetaria decidió mantener la provisión de liquidez de emergencia (ELA) a los bancos griegos. Aunque la entidad puede poner fin a dicha

Eurozona: prima de riesgo de la deuda pública a 10 años*



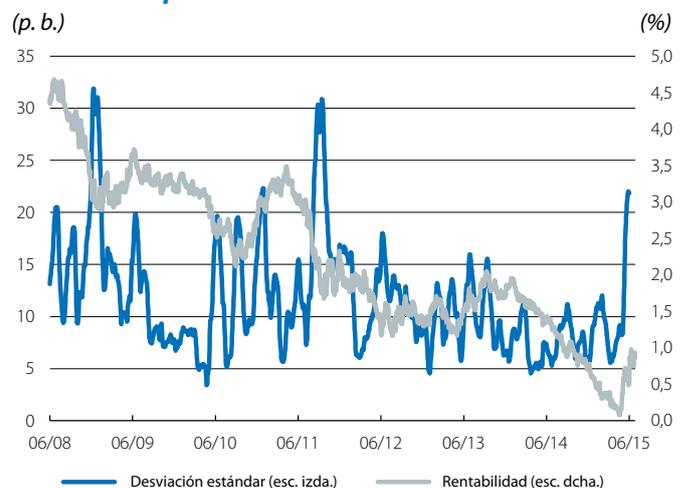
Nota: * Diferencial respecto al bono alemán a 10 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

Índice de sorpresas económicas



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

Alemania: rentabilidad y volatilidad de la deuda pública a 10 años



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

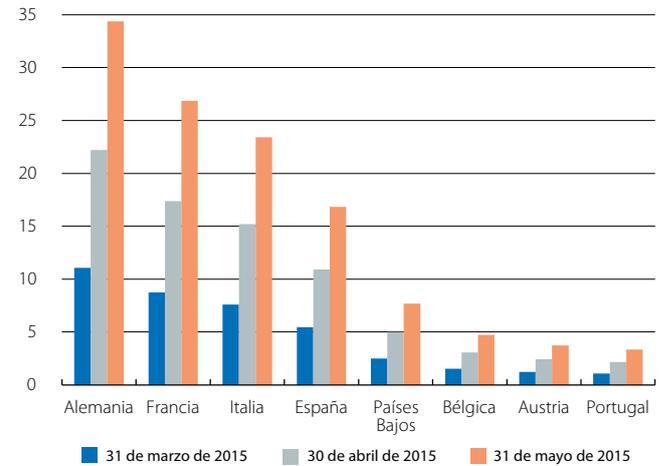
facilidad de liquidez si la solvencia del sector bancario queda en entredicho, parece poco probable que el Banco Central Europeo (BCE) decida adoptar una decisión de semejante calado: un eventual cese de la ELA precipitaría *de facto* el abandono de Grecia de la unión económica y monetaria. Por otro lado, la institución dispone de considerable munición para hacer frente a posibles episodios de turbulencias en los mercados de deuda soberana. En particular, el BCE puede optar por redirigir temporalmente el centro de gravedad de las compras de bonos del QE soberano hacia la deuda de países periféricos. En caso de ser necesario, también dispone plenamente de la OMT (por las siglas en inglés de *outright monetary transactions*), anunciada en el verano de 2012, y cuya legalidad ha sido ratificada recientemente por el Tribunal Europeo de Justicia.

La senda de normalización monetaria de la Fed centra el debate. La reunión de junio de la Fed aportó nuevas pistas acerca de la estrategia de subida de tipos que contempla de cara a los próximos años. La presidenta de la autoridad monetaria, Janet Yellen, confirmó la intención del Comité Federal de Mercado Abierto de iniciar las subidas del tipo de interés oficial en los últimos meses de 2015, una vez se constate la mejora del mercado laboral y la inflación avance hacia el 2%. Los miembros de la Fed mantienen una perspectiva de expansión moderada de la economía estadounidense, aunque el freno temporal del PIB en el 1T 2015 ha obligado a reducir la previsión de crecimiento para 2015 (del 2,5% al 1,9% anual). Si bien el debate sobre el mes en el que tendrá lugar la primera subida del tipo de interés oficial (septiembre o diciembre) sigue siendo fuente de discrepancia entre los miembros del Comité, la atención de los mensajes empieza a pivotar sobre el ritmo de subida previsto a medio y largo plazo. En referencia a este último aspecto, Yellen recalzó que la política monetaria seguirá siendo acomodaticia tras la primera subida del tipo rector. Este último punto, junto con la rebaja de la senda del tipo de interés oficial proyectada por los miembros de la Fed, confirma nuestro escenario de un proceso de normalización monetaria muy gradual.

La rentabilidad de los treasuries mantiene la senda ascendente iniciada en abril. La proximidad de la primera subida del tipo de interés oficial por parte de la Fed ha sustentado el avance de las *yields* de la deuda soberana estadounidense. Las presiones alcistas han sido especialmente significativas en el tramo más largo de la curva soberana. Concretamente, durante el mes de junio, la *yield* de los bonos a 10 años ha aumentado en 20 p. b., frente a los 2 p. b. observados en el caso de los títulos soberanos a dos años. Adicionalmente, este avance ha sido respaldado por la mejora de las expectativas de inflación a medio y largo plazo. De cara a los próximos meses, esperamos que el recorrido que todavía presentan ambos factores siga favoreciendo el incremento sostenido de los tipos de interés. No obstante, es muy probable que la dependencia de la política monetaria de la Fed de la evolución de los datos económicos y las tensiones en los mercados soberanos europeos mantenga la volatilidad de la deuda pública en cotas relativamente elevadas durante este tercer trimestre del año.

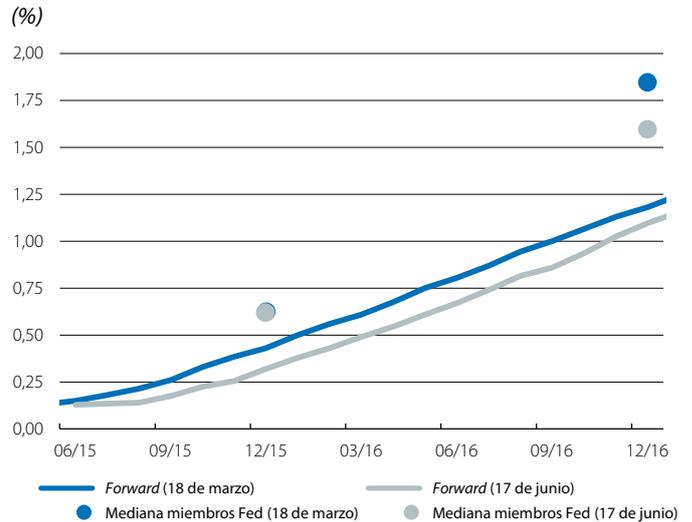
BCE: compras acumuladas de deuda pública por países

(Miles de millones de euros)



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

EE. UU.: proyecciones del tipo oficial de la Fed



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

EE. UU.: descomposición de la rentabilidad del bono a 10 años



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

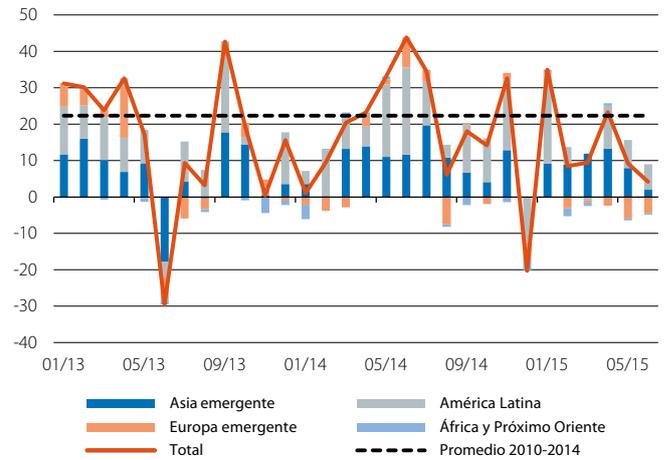
El apetito inversor hacia los países emergentes disminuye. El repunte de la aversión al riesgo en los mercados financieros ha ralentizado el flujo de inversiones en cartera hacia el bloque emergente en las últimas semanas. Si bien el impacto de esta desaceleración sobre los *spreads* de la renta fija y las divisas emergentes ha sido relativamente moderado, no despeja las dudas acerca de las consecuencias del inicio de las subidas de tipos en EE. UU. Por un lado, Brasil y Turquía se postulan como los países más vulnerables ante el inminente viraje de la política monetaria de la Fed. Por otro lado, la desaceleración de la economía china sigue siendo un foco de riesgo, aunque limitado gracias al margen de maniobra de su política monetaria. En este sentido, los fuertes vaivenes del mercado bursátil chino han propiciado que el banco central del país haya adoptado nuevos estímulos monetarios. En concreto, la entidad recortó en 25 p. b. el tipo oficial sobre los préstamos por cuarta vez desde noviembre, y también la tasa oficial de depósitos, hasta el 4,85% y el 2,0%, respectivamente. En paralelo, el banco central también redujo la ratio de reservas obligatorias de los bancos en 50 p. b., hasta el 16,0%.

Las bolsas internacionales se adentran en una etapa de incertidumbre. Sigue el tono dubitativo de las últimas semanas en la bolsa americana, a la espera de posibles pistas de la Fed sobre la futura evolución de los tipos y la publicación de datos macro. Sin embargo, la tendencia bajista se ha asentado en las bolsas europeas ante la irresolución del dilema griego, que parece que marcará la evolución de los mercados bursátiles del Viejo Continente en las próximas semanas. En estas circunstancias, la probabilidad de que la corrección de las bolsas se prolongue es mayor que la de una fase de signo opuesto. Asimismo, las condiciones actuales mantendrán durante el verano la dinámica de los últimos meses, caracterizada por el mejor desempeño relativo de la bolsa estadounidense frente a la europea. No obstante, el foco de los inversores se desplazará gradualmente hacia los indicadores relativos a los fundamentales (entorno macroeconómico y beneficios empresariales) a medida que se vislumbren con mayor claridad las cuestiones de fondo relativas a la cuestión griega. Por otra parte, las correcciones de la bolsa china son susceptibles de prolongarse durante el periodo estival a causa de los todavía elevados niveles de apalancamiento inversor.

La indefinición del euro y del petróleo continúa, a la espera de Grecia y de la Fed. A falta de conocer el desenlace de la situación griega y de la subida de tipos en EE. UU., el euro sigue mostrándose algo errático, en la franja de los 1,14-1,11 dólares. Aunque el debate de la paridad del cruce euro-dólar ha perdido intensidad en las últimas semanas, pensamos que la senda depreciatoria del euro se reanudará más pronto que tarde ante la cada vez más cercana subida de tipos en EE. UU. En el ámbito de las materias primas, el precio del petróleo Brent ha registrado fluctuaciones de pequeña magnitud, alrededor de los 65 dólares/barril. La indefinición que esboza la cotización del hidrocarburo es atribuible a la decisión de la OPEP de mantener inalterada su cuota de producción de crudo y a la debilidad de la demanda de las economías emergentes. A medio plazo, situamos el rango de cotización del barril Brent en los 70-80 dólares.

Países emergentes: entrada de inversión extranjera en cartera

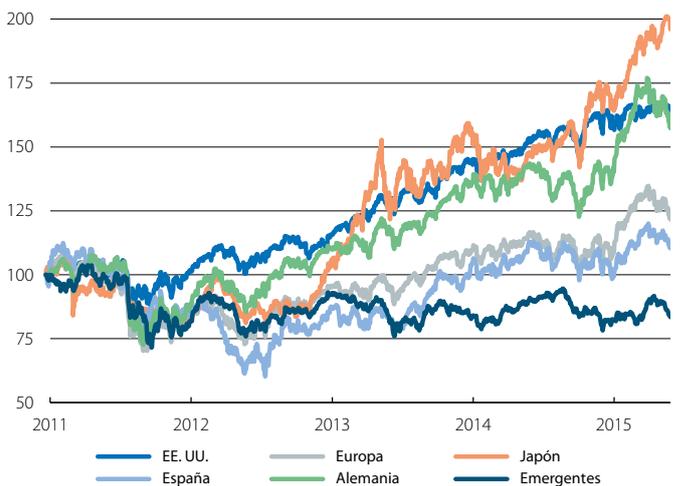
(Miles de millones de dólares)



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

Principales bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2011)

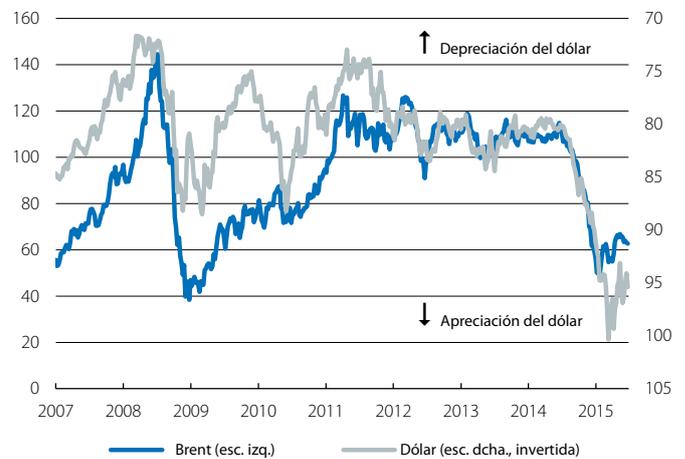


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precio del petróleo Brent e índice valor del dólar *

(Dólares por barril)

Índice



Nota: Cotización del dólar frente a las divisas de sus principales socios comerciales.

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

FOCUS · Normalización monetaria en EE. UU.: la nueva caja de herramientas de la Fed

La Reserva Federal (Fed) abordará una tarea compleja a la vuelta de vacaciones: empezar a subir el tipo de interés oficial, tras más de seis años congelado cerca del 0%. Será la primera gran maniobra del proceso de normalización monetaria después del anuncio del *tapering* de las compras de bonos en 2013, que desencadenó fuertes turbulencias en los mercados financieros. Para que no se repitan, la Fed deberá calibrar bien la fecha y la magnitud de cada subida, y cuidar la comunicación de sus decisiones. Pero también resultará crucial que la instrumentación de las operaciones funcione con eficacia y suavidad. Planean dudas razonables al respecto, derivadas de dos factores singulares: el enorme exceso de liquidez en el sistema bancario y los profundos cambios regulatorios y competitivos que han tenido lugar en el seno del sistema financiero durante los últimos años. Ante este desafío, la Fed ha diseñado nuevas herramientas para intervenir en el mercado monetario.

Tradicionalmente, la Fed ha utilizado operaciones de mercado abierto (OMA) para controlar el volumen de reservas bancarias y conducir el tipo de interés al que las entidades bancarias se prestan dinero a un día (conocido como *fed funds rate* o tipo de mercado) hacia el nivel deseado por la propia Fed (*fed funds target rate* o tipo oficial). Sin embargo, la política de expansión del balance de la Fed tras el estallido de la crisis financiera (principalmente compras de bonos) ha disparado el nivel de las reservas bancarias muy por encima de lo normal y necesario. A efectos prácticos, este ingente exceso de reservas resta efectividad a las OMA: para elevar el *fed funds rate* sería necesario que la Fed vendiera bonos (y, así, absorbiera reservas) por un importe tan elevado que los efectos secundarios disruptivos sobre los mercados financieros serían devastadores. Es necesario, por tanto, actuar por otras vías.

En septiembre de 2014, la Fed perfiló la nueva estrategia para avanzar en la normalización monetaria y anunció que el principal instrumento sería la tasa de interés que paga a los bancos por las reservas excedentarias (IOER). Mediante esta herramienta, la Fed estableció un nivel de interés por debajo del cual cada banco no debería estar dispuesto a prestar dinero a otras entidades financieras. Es decir, el IOER debería actuar como un límite inferior para el *fed funds rate*. Pero la evidencia de los últimos años muestra que el uso del IOER no garantiza, por sí solo, el grado de control deseado del tipo de mercado. Desde 2008, el *fed funds rate* se ha situado sistemáticamente por debajo del IOER. La razón es el gran peso que han alcanzado en el sistema financiero estadounidense las entidades no bancarias (*hedge funds*, fondos de inversión del mercado monetario o agencias hipotecarias públicas como Fannie Mae y Freddie Mac). Estas instituciones, al no tener acceso a una cuenta de reserva en la Fed, están dispuestas a prestar fondos a tipos de interés por debajo del IOER. Con el fin de resolver esa

problemática, la Fed ha diseñado una herramienta complementaria, el *overnight reverse repurchase agreement* (ONRRP), mediante la cual las instituciones financieras no bancarias prestan fondos a un día a la Fed (recibiendo como aval títulos de la cartera de bonos de esta). En consecuencia, los usuarios del ONRRP no tienen incentivos a prestar dinero a tipos de interés por debajo del ofrecido por la Fed. Los ensayos realizados desde septiembre de 2013 muestran que el tipo del ONRRP ha actuado como un límite inferior para el tipo de interés a corto plazo de mercado. Adicionalmente, la Fed tiene preparadas dos herramientas de refuerzo concebidas para retirar temporalmente liquidez de la circulación: la *term deposit facility* (TDF), para convertir las reservas de los bancos en depósitos a plazo, y los *term reverse repurchase agreements* (TRRP), para el resto de entidades financieras.

Si bien el uso combinado de todos estos instrumentos parece teóricamente suficiente para ajustar los tipos de interés a corto plazo, existen dudas respecto a sus posibles efectos sobre la estabilidad financiera. Un primer temor reside en si el mercado monetario podría atrofiarse como consecuencia del papel hegemónico de la Fed. También preocupa una posible reorientación brusca de las inversiones de las instituciones financieras hacia la seguridad del ONRRP si se atisba un episodio de estrés financiero, lo que reduciría drásticamente la financiación al sector privado y acentuaría las tensiones iniciales.

En definitiva, la Fed dispone de herramientas suficientes sobre el papel para hacer efectivas las subidas de tipos. Sin embargo, las dudas acerca de la suavidad del proceso permanecen, y aún más las relativas a los posibles efectos secundarios. La autoridad monetaria estadounidense deberá vigilar atentamente los pormenores del proceso de implementación y manejar con acierto su ampliada caja de herramientas.

Tipos de interés monetarios en EE. UU.



Notas: * IOER: tipo de interés sobre el exceso de reservas.

** ONRRP: acuerdo de compras reversas a un día.

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

FOCUS · Riesgo de liquidez en los mercados de renta fija: mejor no bajar la guardia

El episodio de elevada volatilidad en las cotizaciones de la deuda soberana europea que ha tenido lugar desde finales de abril ha reavivado la preocupación de los inversores por las condiciones de liquidez de mercado, esto es, la capacidad de ejecutar transacciones de gran importe sin provocar un impacto significativo en el precio del activo negociado. El riesgo es que una liquidez insuficiente genere un entorno de tipos de interés excesivamente volátil y errático. Identificar qué factores subyacen a una menor liquidez de mercado resulta clave para discernir si se trata de un fenómeno pasajero o si constituirá un foco duradero de inestabilidad que, por lo tanto, requiere vigilancia e incluso medidas correctoras.

Durante los últimos tres años han coexistido dos fenómenos dispares. Por un lado, la liquidez de financiación (la facilidad para obtener fondos) ha ido aumentando de la mano de las políticas monetarias ultralaxas de los bancos centrales, en particular de la expansión cuantitativa. Por otro lado, la liquidez de mercado ha menguado en diversas parcelas financieras, en especial en los mercados secundarios de renta fija. En conjunto, el mercado secundario de bonos corporativos ha experimentado un deterioro de la liquidez mayor que su homólogo de deuda pública, tanto en EE. UU. como en Europa. A pesar de que los diferenciales *bid-ask* de los bonos corporativos se sitúan en cotas reducidas desde una perspectiva histórica, lo que no sugiere la existencia de tensiones de liquidez extremas, otros indicadores arrojan un diagnóstico menos tranquilizador. Este es el caso de la ratio entre el volumen negociado diariamente y el *stock* de deuda por emisor, que en EE. UU. ha disminuido un 50% desde 2007 en el segmento de bonos con grado de inversión y un 30% en el grado especulativo. También resulta revelador el descenso ininterrumpido del importe medio de las transacciones de bonos corporativos superiores a los 5 millones de dólares, desde los 29 millones de dólares en 2005 hasta los 15 millones en 2013. Más allá de las cifras concretas, los propios operadores de bonos corporativos alertan de una preocupante dificultad para negociar títulos de deuda a causa de la creciente iliquidez del mercado secundario. En los bonos soberanos, el deterioro ha sido menos acusado. No obstante, el descenso observado en los últimos meses de la profundidad y la amplitud de los mercados secundarios de deuda soberana de EE. UU., Japón o Alemania no deja de ser preocupante.

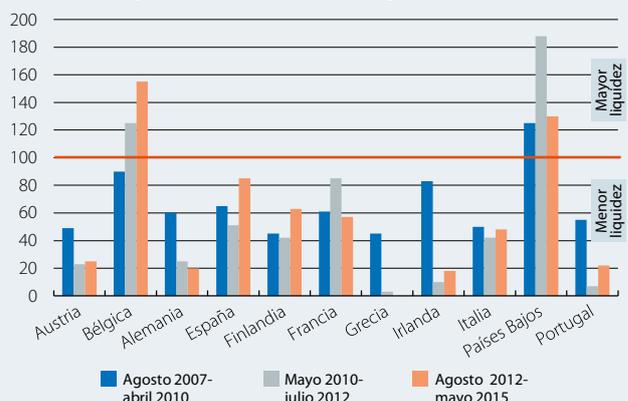
Esta erosión de la liquidez obedece a la confluencia de dos grandes factores. Primero, el paulatino dismantelamiento de las actividades de *market-making* y *proprietary trading* de las grandes entidades financieras internacionales. Los nuevos requerimientos legales de capital y liquidez esta-

blecidos tras la crisis financiera han elevado los costes y, en consecuencia, recortado la rentabilidad de esta operativa. También han menoscabado el apetito de riesgo de las entidades bancarias para acumular inventarios de bonos, tradicionalmente una fuente primordial de liquidez para el mercado. Según datos de la Reserva Federal (Fed), los inventarios de deuda corporativa de los bancos estadounidenses se han reducido un 80% desde 2007. Este repliegue del papel intermediador del sector bancario ha dado lugar a cambios importantes en la tipología de inversores en el mercado de deuda. En particular, los activos de renta fija gestionados por fondos de inversión han aumentado un 77% desde 2007 a nivel mundial. El segundo factor corresponde, paradójicamente, a la propia adopción de los programas de expansión cuantitativa por parte de los bancos centrales. Esas compras a gran escala han traído cantidades ingentes de deuda pública del mercado y han incrementado el peso de los inversores con un mandato de inversión a largo plazo (*buy and hold*).

Previsiblemente, estos cambios profundos que afectan a la microestructura de los mercados de renta fija tendrán continuidad a medio plazo. En este contexto, las primas de riesgo de liquidez de los bonos bien pueden ampliarse, lo que amplificaría la virulencia de eventuales reajustes de los tipos de interés originalmente inducidos por fuerzas fundamentales que, en principio, incidirían de manera gradual. La brusquedad del reciente *sell-off* de la deuda pública alemana es un claro ejemplo de esta circunstancia. Aunque la tendencia de la liquidez a desaparecer del alcance de los inversores justo cuando se torna más necesaria no es algo nuevo, la experiencia de esta primavera tiene la virtud de aleccionar sobre lo que puede suceder ante el inminente proceso de normalización de los tipos de interés por parte de la Fed.

Eurozona: volumen negociado en relación con el saldo vivo de la deuda pública

Índice (100 = promedio diciembre 2004-julio 2007)



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

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	30-jun	29-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0,0	-10,0
Euríbor 3 meses	-0,01	-0,01	0	-9,2	-22,1
Euríbor 12 meses	0,16	0,16	0	-16,5	-32,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	-0,24	-0,22	-2	-17,6	-26,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	-0,23	-0,23	0	-13,2	-25,8
Deuda pública a 10 años (Alemania)	0,76	0,49	27	21,9	-48,5
Deuda pública a 10 años (España)	2,30	1,84	46	68,9	-36,1
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.) ¹	154	135	19	46,7	12,2
EE. UU.					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,28	0,28	0	2,4	4,9
Líbor 12 meses	0,77	0,75	2	14,1	22,5
Deuda pública a 1 año	0,26	0,24	2	4,7	16,4
Deuda pública a 2 años	0,64	0,61	3	-2,5	18,3
Deuda pública a 10 años	2,35	2,12	23	17,9	-18,0

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-jun	29-may	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2015 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	75	66	9	11,9	12,6
Itraxx Financiero Sénior	90	77	13	22,4	22,1
Itraxx Financiero Subordinado	179	157	22	30,5	76,4

Tipos de cambio

	30-jun	29-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
\$/€	1,115	1,099	1,5	-7,9	-18,6
¥/€	136,540	136,350	0,1	-5,7	-1,6
£/€	0,710	0,719	-1,3	-8,6	-11,3
¥/\$	122,500	124,150	-1,3	2,3	20,9

Materias primas

	30-jun	29-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	426,3	424,7	0,4	-2,6	-14,1
Brent (\$/barril)	61,4	63,9	-4,0	10,0	-45,3
Oro (\$/onza)	1.172,4	1.190,6	-1,5	-1,0	-11,7

Renta variable

	30-jun	29-may	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2015 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	2.063,1	2.107,4	-2,1	0,2	5,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	3.424,3	3.570,8	-4,1	8,8	6,1
Ibex 35 (España)	10.769,5	11.217,6	-4,0	4,8	-1,4
Nikkei 225 (Japón)	20.235,7	20.563,2	-1,6	24,2	33,5
MSCI emergentes	972,3	1.004,2	-3,2	1,7	-7,5
Nasdaq (EE. UU.)	4.986,9	5.070,0	-1,6	5,3	13,1

Nota: 1. Diferencial entre la rentabilidad del bono español y el bono alemán a 10 años.

COYUNTURA · La Fed y el petróleo barato seguirán apoyando el crecimiento mundial

El crecimiento global cuenta con el apoyo de una política monetaria laxa y del bajo precio del petróleo. Aunque la Reserva Federal (Fed) dejó claro en la reunión de junio que empezará a subir el tipo de interés próximamente, también introdujo un importante matiz respecto al ritmo con el que irá endureciendo la política monetaria. Así, según el comunicado de la Fed, todo apunta a que las condiciones financieras seguirán siendo acomodaticias durante un largo tiempo. Esta circunstancia supondrá un importante respaldo para el crecimiento mundial, en especial para los países emergentes con un cuadro macroeconómico poco equilibrado, como Turquía y Sudáfrica, y los que se encuentran en recesión, como Brasil y Rusia. Por otro lado, también será de ayuda, particularmente para las economías avanzadas y para gran parte de las emergentes, el mantenimiento del nivel de producción de petróleo por parte de la OPEP, que seguirá favoreciendo los bajos precios del crudo.

ESTADOS UNIDOS

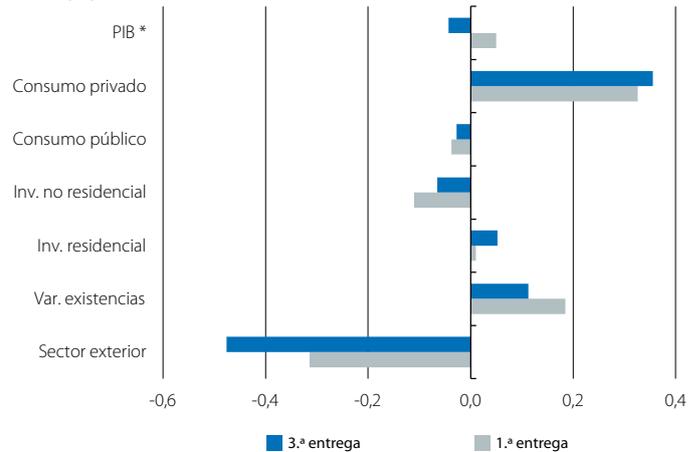
El PIB tuvo un retroceso mínimo en el 1T 2015, según la segunda revisión que efectúa mensualmente el Bureau of Economic Analysis. El avance publicado (del 0,1% intertrimestral) registró un descenso nimio a causa de un sector exterior que lastró el crecimiento más de lo que se había estimado en la primera entrega, en parte por la huelga portuaria del 1T. El crecimiento interanual quedó en el 2,9%, aunque lo más destacable de esta tercera entrega fue la ligera revisión al alza del consumo privado. Ratificaron esta fuerza del consumo los datos de las cuentas nacionales de mayo, que registraron una subida intermensual del 0,6% del gasto en consumo personal, y una mejora de la renta de los hogares más sólida que la de abril. Las ventas minoristas de mayo también se mostraron fuertes, y la percepción del momento actual que mide el índice de confianza del consumidor del Conference Board es asimismo positiva y se sitúa cerca de los niveles de 2006.

El mal dato del 1T fue consecuencia de factores transitorios y metodológicos. Los últimos análisis de la Fed concluyen que el Bureau of Economic Analysis tiende a subestimar el crecimiento de los primeros trimestres (véase el Focus «El PIB de EE. UU. en el 1T: mejor de lo que parece»). También contribuyeron de manera negativa al crecimiento la mencionada huelga y unas condiciones meteorológicas excepcionalmente crudas a inicios de año, cuyas consecuencias se manifestaron en componentes como la construcción y la inversión en infraestructuras. En particular, esta última retrocedió un 5,1% intertrimestral, el peor registro desde 2010.

Los indicadores de actividad recientes apoyan la hipótesis de una mejora de la construcción en el 2T. Se confirma la recuperación del sector de la construcción después del descenso de la actividad de los primeros meses del año a causa del mal tiempo. Así, el generoso gasto en construcción de abril, especialmente en el sector industrial, supuso una reacción esperada

EE. UU.: PIB

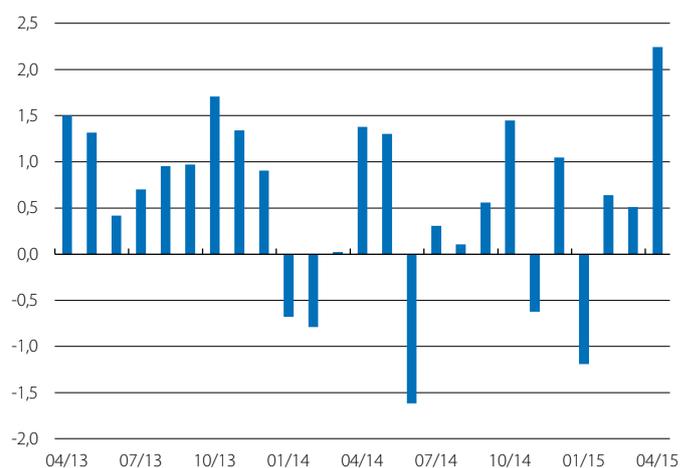
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



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

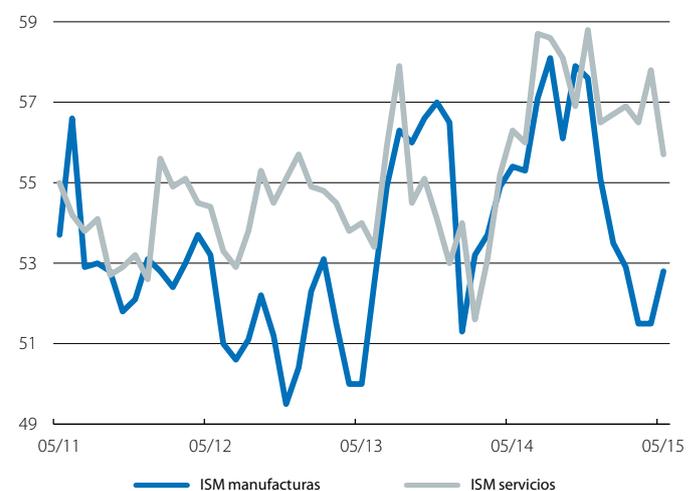
EE. UU.: gasto en construcción

Variación intermensual (%) *



Nota: * Serie desestacionalizada.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del US Census Bureau.

EE. UU.: indicadores de sentimiento empresarial (Índice)



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

tras la atonía del 1T. Asimismo, la cifra de viviendas iniciadas se situó en mayo un 15,1% por encima del registro de febrero, a pesar de descender respecto al mes de abril. Los índices de sentimiento empresarial (ISM) también continúan en la zona expansiva. El ISM de manufacturas, que en los últimos meses había sufrido el retroceso de la inversión en petróleo y en carbón, sumó en mayo su segundo avance consecutivo y se situó en los 52,8 puntos, cifra que se corresponde con crecimientos del PIB cercanos al 3%. El ISM de servicios tuvo un ligero retroceso en mayo, pero el nivel actual, de 55,7 puntos, coincide con crecimientos de la economía superiores al 3%.

El empleo vuelve a mostrarse robusto. En mayo se crearon 280.000 puestos de trabajo netos, un registro por encima de lo esperado y del nivel de los 200.000, indicativo de un mercado fuerte. El aumento de la tasa de actividad provocó que la tasa de paro subiera una décima hasta el 5,5% de la población activa. La tasa amplia de desempleo (U6), que incluye el subempleo (personas que trabajan a tiempo parcial por razones económicas pero que querrían hacerlo a tiempo completo), permaneció en el 10,8%, tras varios meses de descensos. En este sentido, los salarios avanzaron un todavía moderado 2,3% interanual en mayo. Con todo, los puestos vacantes superaron a las contrataciones, que crecen a un ritmo considerable, hecho que podría marcar el inicio de una recuperación más consistente de los salarios.

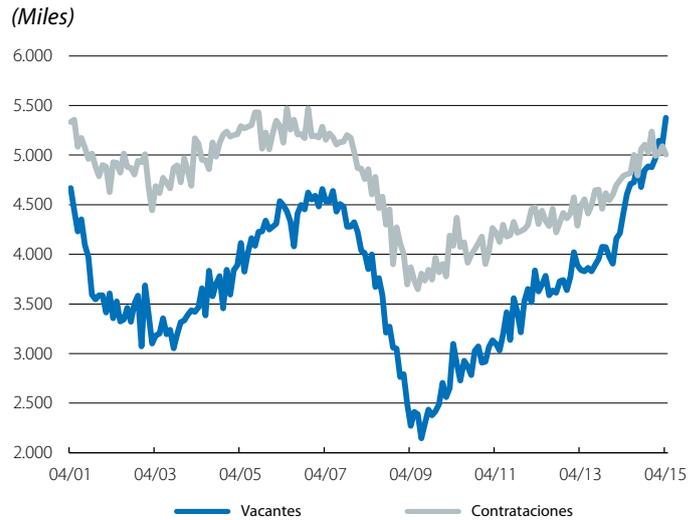
La inflación subyacente se desacelera. El IPC de mayo subió un 0,4% con respecto al mes anterior y un 0,0% interanual, resintiéndose todavía del efecto de base de la caída del precio del petróleo. Más relevante es el hecho de que el índice subyacente, que excluye los precios de los alimentos y de los bienes energéticos, se desacelerara con un incremento intermensual del 0,1%, el menor en lo que va de año (1,7% interanual, una décima menos que en abril). La ralentización del índice subyacente sin los alquileres imputados, que subió un 0,9% interanual, y del deflactor de mayo del gasto del consumo personal subyacente (el índice de precios que la Fed toma como referencia), que subió un 1,2% interanual, también ilustra la moderada inflación. Pese a ello, la Fed reiteró en la reunión del 17 de junio su intención de efectuar dos subidas del tipo de interés de referencia antes de finales de enero. El ritmo de subidas será, sin embargo, más lento de lo que se había anunciado.

JAPÓN

Revisión al alza del PIB del 1T 2015. La economía japonesa creció un 0,9% intertrimestral en el 1T 2015, claramente por encima del 0,6% previamente anunciado. La variación interanual marcó un retroceso del 1,0% (frente al -1,4% anterior). La práctica totalidad de la revisión, en términos absolutos, se debe a la mejora de la inversión en equipo, que pasó de crecer un 0,4% a un 2,7% intertrimestral. Pese a tratarse de un buen dato, el ciclo de existencias desfavorable, la volatilidad del componente inversor y, especialmente, la debilidad del consumo privado nos impiden que traslademos toda la subida que correspondería a nuestra previsión para 2015, que pasa del 0,8% al 1,0%.

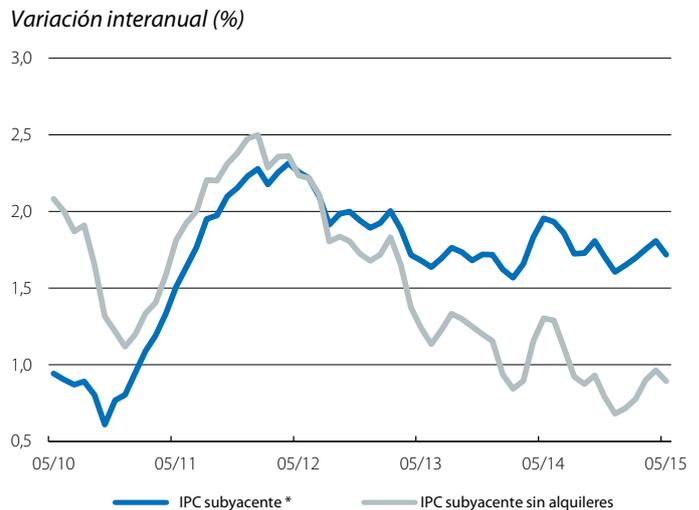
El consumo privado sigue siendo una asignatura pendiente. El éxito de las políticas expansivas de Shinzo Abe, conocidas como *Abenomics* e iniciadas a principios de 2013 para sacar a Japón del ciclo deflacionista y lograr un mayor crecimiento,

EE. UU.: empleos vacantes y contrataciones



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

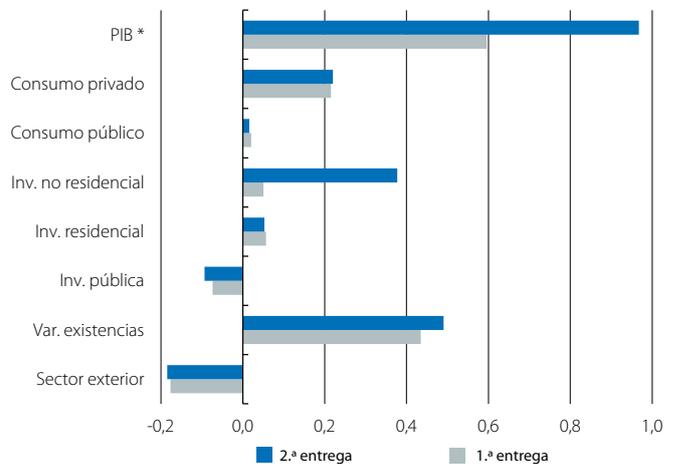
EE. UU.: IPC



Nota: * Subyacente: índice general sin energía ni alimentos. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

Japón: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2015 (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio del Interior y de Comunicaciones.

basado en el consumo privado, todavía no está asegurado. Las medidas incluían una expansión fiscal, una política monetaria acomodaticia sin precedentes y unas reformas estructurales procrecimiento que siguen sin concretarse. Dos años y medio después, el patrón de crecimiento no ha cambiado: las exportaciones y las importaciones son los componentes que más han avanzado (las primeras, favorecidas por la depreciación del yen y la recuperación de la economía global, y las segundas, por los esfuerzos de reconstrucción tras Fukushima y las compras energéticas) y el consumo privado apenas ha variado.

Los precios subieron en mayo algo más de lo esperado, pese al componente energético. El IPC general creció un 0,5% interanual y el IPC sin alimentos pero con energía (la referencia del Banco de Japón) subió un 0,1% interanual, por encima del 0,0% de abril. Aun así, a corto plazo, los precios energéticos seguirán presionando el índice a la baja.

EMERGENTES

China evoluciona hacia un modelo de crecimiento más moderado y sostenible. El Fondo Monetario Internacional (FMI), en su informe sobre la economía china, constata que el país está inmerso en una transición, ardua pero necesaria, hacia un modelo de crecimiento más sólido y de mayor calidad. La moderación de las tasas de avance se percibe como un subproducto de este cambio de modelo. La institución reconoce los esfuerzos del Ejecutivo en la moderación de vulnerabilidades como el endeudamiento y el sector inmobiliario, entre otros. Por último, dentro de las reformas de gran calado necesarias, menciona que son esenciales una política de «más mercado» en el sector financiero y equilibrar el terreno de juego entre las empresas públicas y las privadas.

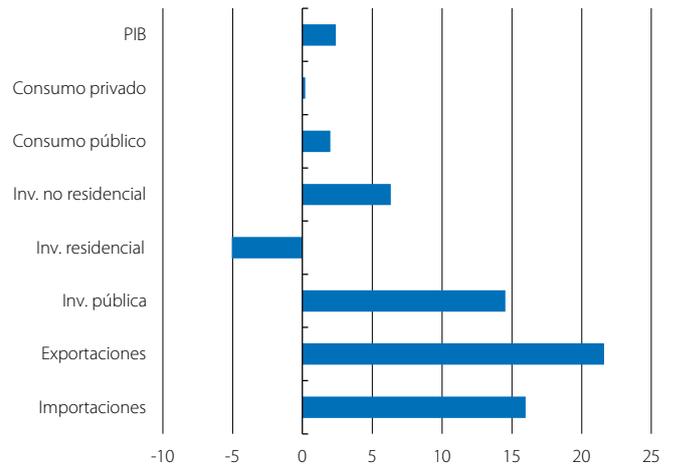
El banco central chino sigue apoyando la economía. En este entorno de cambio de modelo y tasas de avance más moderadas, el banco central ha vuelto a recortar el tipo de interés (por cuarta vez desde noviembre) en 25 p. b., hasta el 4,85%. En la misma línea, también redujo el coeficiente de caja.

La India creció un 7,5% interanual en el 1T 2015. Aunque el dato es positivo, el avance del 4T 2014 se revisó sensiblemente a la baja (del 7,5% al 6,6%), lo que matiza el buen dato de principios de año. En este contexto, y ante la moderación de los precios, el banco central de la India redujo de nuevo el tipo de interés en 25 p. b., hasta el 7,25%. Un caso distinto es el de Brasil, cuyo banco central se vio obligado a subir el tipo de intervención a causa de la elevada inflación, todo ello en un entorno de crecimiento negativo.

Incertidumbre política en Turquía. Las elecciones legislativas del 7 de junio se saldaron con la victoria del Partido Islamista, liderado por Erdogan, que esta vez no obtuvo la mayoría absoluta. En consecuencia, se evitará que prospere la reforma constitucional propuesta que habría orientado a Turquía hacia un presidencialismo fuerte, pero también se complica la gobernabilidad del país. La bolsa y la lira acogieron los resultados con fuertes pérdidas. No obstante, tras la sorpresa inicial, los mercados financieros se recuperaron. A este cambio también contribuyó el buen dato del PIB del 1T 2015, cuyo crecimiento (del 2,3% interanual) fue superior a lo esperado.

Japón: componentes del PIB *

Variación acumulada desde diciembre de 2012 (%)

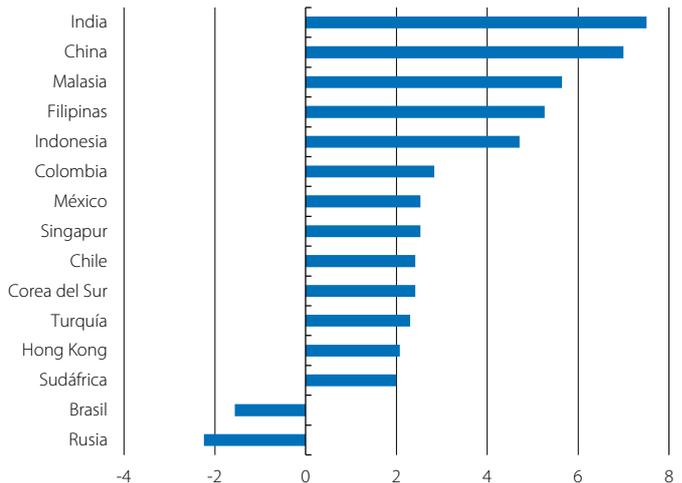


Nota: * En términos reales.

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

Emergentes: crecimiento del PIB en el 1T 2015

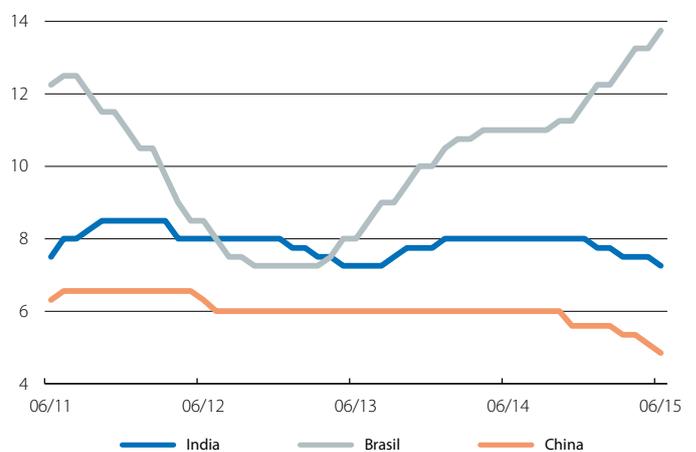
Variación interanual (%)



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

Emergentes: tipos de interés de referencia de los bancos centrales

(%)



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

FOCUS · Los subsidios energéticos: ¿listos para una rebaja?

Este año muchos países emergentes se enfrentan a la difícil tarea de equilibrar su cuadro económico en un entorno poco favorable. En general, el crecimiento se está desacelerando en los principales países en vías de desarrollo y, además, se espera que las condiciones financieras se endurezcan en los próximos trimestres cuando la Reserva Federal empiece a normalizar la política monetaria. En este contexto, la caída del precio del petróleo, y de muchas otras materias primas energéticas, allana el camino para la reducción de los subsidios energéticos. La concesión de subsidios energéticos es una praxis generalizada en las economías emergentes que ejerce una presión importante en las finanzas públicas, hasta tal punto que su coste fiscal directo asciende al 0,7% del PIB mundial y supera el 5% del PIB en algunos países. A continuación analizamos su lógica y su importancia desde un punto de vista geográfico.¹

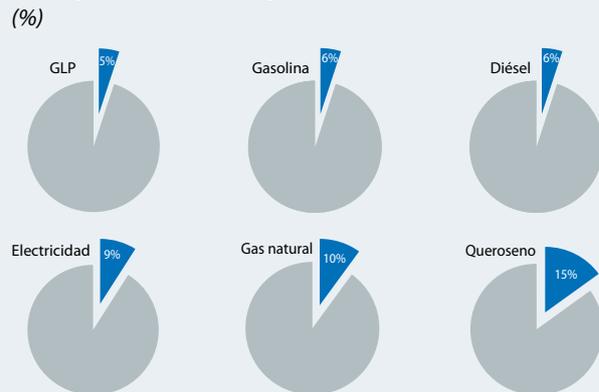
La implementación de los subsidios energéticos se suele justificar con dos razones. Primero, facilitar a la población más pobre el acceso a servicios básicos como la electricidad o la calefacción. Segundo, apoyar la industria local, sufragando el Estado parte de los costes energéticos. No es de extrañar, entonces, que sea una práctica habitual en las economías en vías de desarrollo. Sin embargo, aunque la motivación inicial de los subsidios energéticos pueda ser bienintencionada, en muchos casos son fuente de ineficiencias y, paradójicamente, de injusticia social. Desde el punto de vista medioambiental, en general se incentiva el consumo de la energía que produce la industria local, aunque sea altamente contaminante. En el ámbito social, al tratarse normalmente de subsidios sobre el precio de un bien, que no se focalizan en un grupo social, resultan muy ineficientes: se incurre en un coste fiscal muy elevado para el provecho que acostumbra a suponer para las personas que realmente lo necesitan. De hecho, en muchos casos no benefician a los consumidores más pobres y vulnerables. A modo de ejemplo, un estudio de las Naciones Unidas del subsidio de gas licuado de petróleo en la India (usado principalmente para cocinar y para calentar los hogares) constató que menos de un 25% se destina a las zonas rurales, que no solo concentran la mayor parte de la población del país (un 70%), sino también el mayor número de pobres.²

La mayoría de países emergentes destinan muchos recursos a los subsidios energéticos, a pesar de ser poco efectivos. De hecho, el coste fiscal es especialmente elevado si se tiene en cuenta el coste medioambiental que generan.³ Según un estudio reciente del FMI, si se retirasen los sub-

sidios al precio de la energía, el ahorro para las arcas públicas ascendería al 4% del PIB mundial. Por regiones, Asia emergente y la MENAP son dos de las zonas donde el beneficio fiscal sería mayor, de alrededor del 10% del PIB.⁴

En los últimos años los subsidios energéticos han empezado a recortarse en algunas de las principales economías emergentes. El caso más notorio es el de la India, que en 2013 inició un programa de reducción, lenta pero progresiva, de este tipo de prestaciones. Al país asiático le han sucedido otras grandes economías como Indonesia, Egipto y Malasia. Visto el ahorro que la eliminación de estos subsidios puede suponer para las arcas públicas, este cambio de tendencia invita al optimismo. Ahora el reto es invertir el ahorro en recursos públicos para proteger a la población más necesitada de forma más eficiente, consolidar el cambio de política energética cuando el precio de la energía se normalice y mantener un cuadro macroeconómico más equilibrado.

Subsidios energéticos recibidos por el 20% de la población más pobre



Nota: GLP: gas licuado del petróleo. Datos para Angola, Bangladesh, China, India, Indonesia, Pakistán, Filipinas, Sudáfrica, Sri Lanka, Tailandia y Vietnam.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del World Energy Outlook 2010.

Subsidios energéticos: impacto fiscal de su retirada por región *



Nota: * Incluye costes medioambientales.
****** Forman la MENAP Oriente Próximo, Norte de África, Pakistán y Afganistán.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

4. La MENAP está formada por los países de Oriente Próximo, el Norte de África, Pakistán y Afganistán.

1. Véase FMI (2015), «How Large are Global Energy Subsidies?», WP/15/105.
2. Véase Naciones Unidas (2008), «Reforming Energy Subsidies. Opportunities to Contribute to the Climate Change Agenda».
3. Por ejemplo, la promoción de fuentes de energía altamente contaminantes repercute en un mayor gasto en sanidad en muchos países emergentes.

FOCUS · El PIB de EE. UU. en el 1T: mejor de lo que parece

La capacidad de crecimiento de la primera economía mundial está nuevamente bajo sospecha. Esta vez, las voces pesimistas se basan en el retroceso del PIB en el 1T, que alcanzó el 0,7% intertrimestral en términos anualizados.¹ ¿Son fundados estos temores?

Parte de esta debilidad se puede atribuir a un invierno excepcionalmente crudo, como atestiguan las tormentas de nieve que azotaron Boston. Así, el mal tiempo ha sustraído alrededor de 1,0 p. p. al avance del *output*. La huelga portuaria que paralizó la actividad de la costa oeste en la recta final del 1T es otro elemento transitorio que también contribuyó de manera negativa al avance del PIB del 1T.

Sin embargo, estos cálculos situarían la tasa de crecimiento del PIB en un todavía muy modesto 0,6%. ¿A qué se debe el desajuste? Un estudio reciente de la Fed ha revelado que el Bureau of Economic Analysis (BEA), la oficina estadística estadounidense que elabora los datos de la contabilidad del país, tiende a subestimar de forma considerable el crecimiento del PIB del 1T del año y a sobreestimar el del resto al corregir los efectos estacionales de la serie.

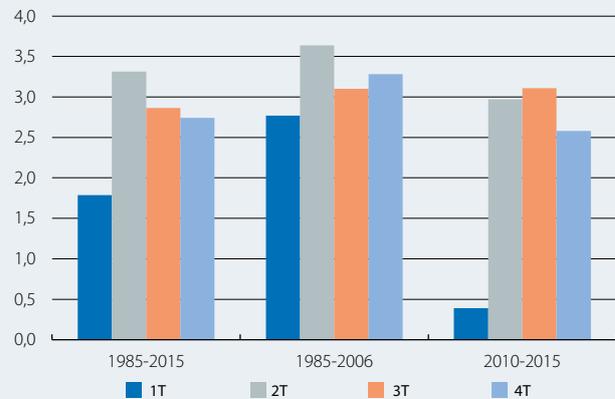
En concreto, desde 1985, el BEA ha calculado un avance del PIB en los 1T del 1,8% en promedio, frente al 3,0% del resto de trimestres. Este patrón, que se ha acentuado recientemente, no debería observarse, puesto que la desestacionalización de la serie debería eliminar, precisamente, las fluctuaciones que se producen de manera sistemática en algunos trimestres. El motivo de este error es que, en la elaboración de la serie del PIB, el BEA desestacionaliza las series a un nivel muy desagregado, y lo que parece una estacionalidad poco significativa en una serie individual, al agregar las distintas series, queda patente que no lo es. De hecho, si se utiliza el mismo programa del que se vale el BEA para desestacionalizar la serie final del PIB, se detecta un importante patrón estacional en la serie, como ya adelantaba de forma intuitiva el avance promedio por trimestres. Así, una vez se corrige de manera adecuada el factor estacional residual, el avance del PIB en el 1T se situaría en el 1,1%. Si además tenemos en cuenta el efecto del mal tiempo y de la huelga, el avance del *output* habría sido del 2,35%, un registro más acorde con los indicadores de actividad. Como ilustra el tercer gráfico, el nivel que alcanzó el índice ISM de manufacturas se ha correspondido históricamente con un crecimiento del PIB cercano al 3%.

En definitiva, cuando se toman en consideración todas las piezas, la valoración del PIB del 1T es más positiva que lo que el dato publicado por el BEA sugiere. De hecho, analizados los factores que han frenado el PIB en el 1T, se concluye que es probable que el crecimiento se acelere de forma notable en el 2T.

1. Corresponde a la segunda estimación del avance del PIB presentada por el BEA el 29 de mayo de 2015. El 24 de junio salió la tercera estimación con una caída del 0,2% intertrimestral anualizado.

Avance promedio del PIB por trimestres

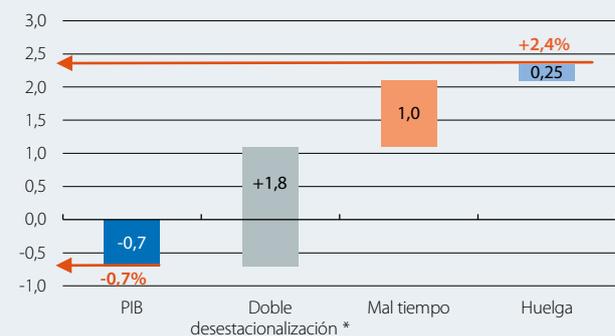
Variación intertrimestral anualizada (%)



Nota: Crecimiento intertrimestral promedio del 1T, 2T, 3T y 4T del periodo.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BEA.

Impacto de elementos transitorios y errores metodológicos en el PIB del 1T 2015

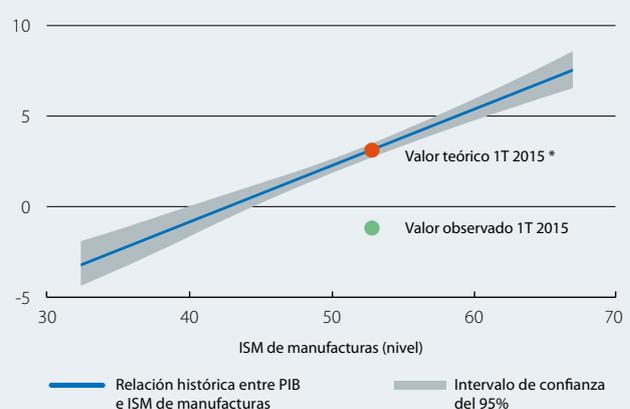
Variación intertrimestral anualizada (%)



Nota: * Desestacionalización de la serie del PIB desde 1960 compilada por el BEA con la metodología X12-ARIMA utilizada por el propio BEA. A partir de estos resultados, se identifica el desvío fruto de la desestacionalización «inexacta» efectuada por el BEA.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BEA y de Goldman Sachs.

PIB e índice ISM de manufacturas

PIB, variación intertrimestral anualizada (%)



Nota: * El valor teórico indica el avance del PIB que corresponde al ISM promedio del 1T 2015.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BEA y del ISM.

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15
Actividad									
PIB real	2,2	2,4	2,6	2,7	2,4	2,9	-	...	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	3,4	3,9	4,1	4,5	4,8	4,8	3,8	4,3	...
Confianza del consumidor (valor)	73,2	86,9	83,4	90,9	92,7	101,3	94,3	94,6	101,4
Producción industrial	2,9	4,2	4,2	4,6	4,6	3,5	2,0	1,4	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,7	55,5	56,9	56,9	52,6	51,5	52,8	...
Viviendas iniciadas (miles)	928	1.001	984	1.029	1.055	978	1.165	1.036	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	158	171	171	170	173	178	...	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,4	6,2	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	5,5	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	59,0	58,9	59,0	59,2	59,3	59,3	59,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-3,8	...	...
Precios									
Precios de consumo	1,5	1,6	2,1	1,8	1,2	-0,1	-0,2	0,0	...
Precios de consumo subyacente	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	...

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

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Dept. de Trabajo, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM y Thomson Reuters Datastream.

JAPÓN

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15
Actividad								
PIB real	1,6	-0,1	-0,4	-1,4	-0,9	-1,0	-	...
Confianza del consumidor (valor)	43,6	39,3	38,9	40,5	38,9	40,7	41,5	41,4
Producción industrial	-0,6	2,1	2,7	-0,3	-1,4	-2,2	0,1	-2,4
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	12,0	13,0	12,0	12,0	-	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,3	3,3
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-2,4	-2,6	-2,9	-2,9	-2,6	-1,8	-1,7	-1,5
Precios								
Precios de consumo	0,4	2,7	3,6	3,4	2,5	2,3	0,6	0,5
Precios de consumo subyacente	-0,2	1,8	2,3	2,3	2,1	2,1	0,4	0,4

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15
Actividad								
PIB real	7,7	7,4	7,5	7,3	7,3	7,0	-	...
Ventas al por menor	13,1	10,3	14,8	11,9	11,7	10,5	10,0	10,1
Producción industrial	9,7	8,3	8,9	8,0	7,6	6,4	5,9	6,1
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,7	50,7	51,3	50,4	49,9	50,1	50,2
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	258	382	254	322	382	488	503	527
Exportaciones	7,8	6,1	5,0	13,0	8,6	4,6	-6,4	-2,5
Importaciones	7,3	0,5	1,3	1,1	-1,7	-17,6	-16,2	-17,6
Precios								
Precios de consumo	2,6	2,0	2,2	2,0	1,5	1,2	1,5	1,2
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	5,60	6,00	6,00	5,60	5,35	5,35	5,10
Renminbi por dólar (valor)	6,1	6,2	6,2	6,2	6,1	6,2	6,2	6,2

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 Estadística china y Thomson Reuters Datastream.

COYUNTURA · Continúa la recuperación en la eurozona, pero se agrava la crisis griega

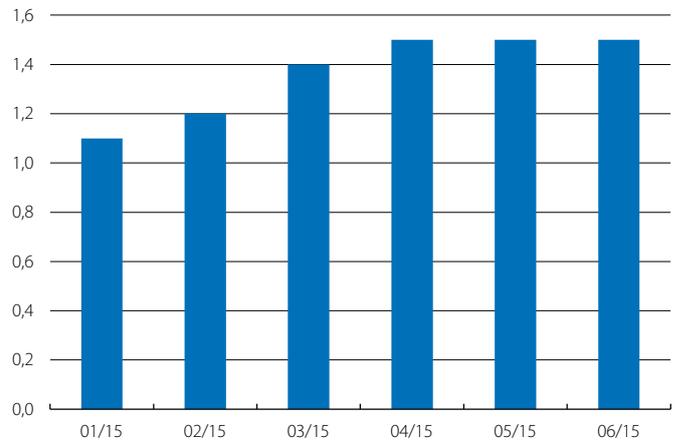
La situación macroeconómica está mejorando en todos los países de la eurozona, con la excepción de Grecia. La recuperación económica se ha ido afianzando en los primeros seis meses del año en el conjunto de la eurozona, apoyada sobre todo por el empuje de la demanda interna, que cuenta con unos vientos de cola favorables: el bajo precio del petróleo, la depreciación del euro y la mejora de las condiciones de financiación. Todo ello ha propiciado el fortalecimiento de las perspectivas económicas a corto plazo. Sin embargo, Grecia es la excepción a esta mejora generalizada. El nuevo episodio de incertidumbre política se ha traducido en un severo deterioro de las condiciones macroeconómicas y financieras del país heleno. De todas formas, a diferencia de lo ocurrido en 2012, el contagio al resto de la eurozona, y especialmente a los países de la periferia, está siendo muy limitado. Los factores que actúan de cortafuegos son múltiples: el compromiso del Banco Central Europeo (BCE) con la defensa del euro es ahora mucho más creíble que en 2012, como también lo es el de los principales países de la eurozona por seguir construyendo un marco institucional más robusto a nivel europeo. También están ayudando la menor exposición de la banca europea a los activos financieros griegos y la mejora del cuadro macroeconómico de los países de la periferia, por los esfuerzos de los últimos años en la reducción del déficit público y por la implementación de reformas estructurales que han reforzado su capacidad de crecimiento a largo plazo.

La tragedia griega continúa. El 30 de junio finalizó el segundo programa de rescate sin que se alcanzara un acuerdo entre Grecia y las instituciones para extender temporalmente el programa en vigor. En este contexto, el Gobierno griego decidió *in extremis* convocar un referéndum para que fuera la población griega quien decidiera si aceptaba o no las condiciones para extender el programa. Por tanto, el programa finalizó sin que se hiciera efectivo el último desembolso que todavía estaba pendiente, lo que dejó las finanzas públicas griegas en una situación límite y provocó que el Gobierno griego no efectuara el pago de la deuda que tenía pendiente con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Además, las dificultades de liquidez del sistema bancario heleno obligaron al ejecutivo de Alexis Tsipras a implementar medidas de control de capitales. Todo ello dibuja un escenario repleto de interrogantes. De momento, el repunte de la incertidumbre está teniendo nefastas consecuencias a nivel macroeconómico. Las perspectivas de crecimiento se han derrumbado y Grecia se enfrenta, de nuevo, a un futuro inmediato de profunda recesión.

Los presidentes de la Comisión Europea, el Eurogrupo, el Consejo Europeo, el BCE y el Parlamento Europeo han propuesto una hoja de ruta para profundizar en la construcción de la unión económica y monetaria (UEM). La crisis griega ha puesto de relieve, una vez más, la necesidad acuciante de completar el entramado institucional de la UEM. El informe plantea, en la primera fase, prevista entre julio de 2015 y junio de 2017, empen-

Eurozona: evolución de la previsión de crecimiento del PIB para 2015

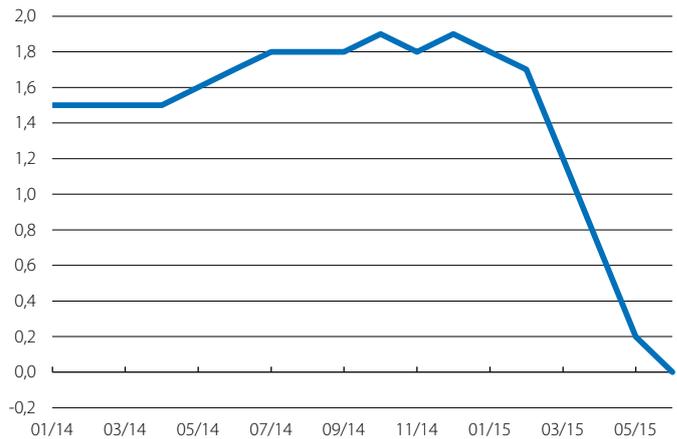
Variación interanual (%)



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

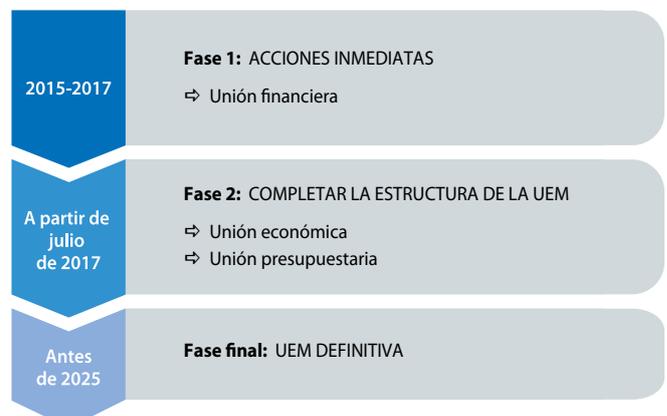
Grecia: evolución de la previsión de crecimiento del PIB para 2015

Variación interanual (%)



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

Informe de los cinco presidentes para la construcción de la unión económica y monetaria (UEM)



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

der las acciones que no requieren un cambio de los tratados europeos. En esta primera fase, el objetivo sería avanzar en aspectos que permitan una mayor integración económica y financiera. Por ejemplo, se plantea completar la unión bancaria con un fondo de garantía de depósitos común y un fondo de resolución único, y poner en marcha la unión del mercado de capitales. En la segunda etapa, a partir de julio 2017, se completaría la estructura institucional de la UEM para lograr una convergencia real duradera. Para ello, se pretende establecer instituciones que permitan hacer frente a *shocks* macroeconómicos con mayores garantías. Al finalizar el proceso, se alcanzaría una UEM con un sistema de instituciones comunes, que tomarían decisiones de manera colectiva en asuntos de política económica y presupuestaria.

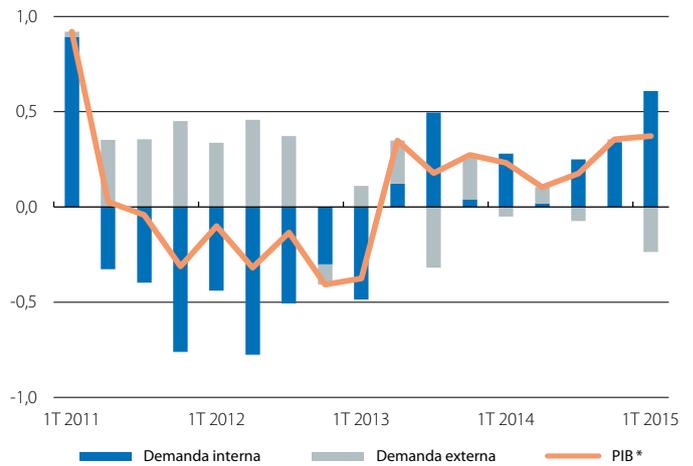
La composición del PIB del 1T muestra que la recuperación va ganando solidez. El crecimiento de la eurozona aumentó hasta el 0,4% intertrimestral en el 1T (1,0% interanual), apoyado, sobre todo, por la contribución de la demanda interna (0,6 p. p.). El aumento del consumo público (1,1%) y del consumo privado (1,7%), así como de la inversión (0,8%), muestra cómo la demanda interna está siendo el principal sostén de la recuperación. El sector exterior contribuyó negativamente (-0,2 p. p.), debido a un incremento de las exportaciones menor que el de las importaciones, aunque debería mejorar su contribución a lo largo de 2015 y 2016, favorecido por la depreciación del euro.

La recuperación económica se extiende por casi toda la eurozona. La mejora del índice de actividad PMI compuesto se aceleró y en junio alcanzó su mayor nivel en cuatro años, cerrando un 2T más expansivo que el 1T. La consolidación de la recuperación está siendo, además, más generalizada tanto por sectores como por países. Así, se registraron subidas en las manufacturas y, en especial medida, en los servicios, apoyados estos últimos por la fortaleza de la demanda interna. Por países, destaca la aceleración de la actividad en Francia, que registró su mayor expansión del índice PMI compuesto desde el 3T 2011, lo que augura un buen ritmo de crecimiento del PIB en el 2T. El índice de actividad en Alemania, aunque superior al de Francia, fue menor en el 2T que en el trimestre anterior. En el resto de eurozona, el ritmo de avance fue mayor que en los dos países del centro, registrándose el índice más alto en ocho años.

La evolución positiva del mercado laboral en la eurozona continúa, aunque es dispar entre países. El crecimiento del empleo en la eurozona fue del 0,8% interanual en el 2T y las expectativas de creación de empleo apuntan a que la mejora se extenderá al próximo trimestre, especialmente en el sector servicios. Aunque parten de niveles distintos, la mejora de la creación de empleo fue muy marcada en España (2,9%), pero fue más modesta en Italia (0,3%) y en Francia (0,0%). Justamente, el Gobierno galo ha aprobado una reforma del mercado laboral para las pymes dentro de la llamada «Ley Macron» para incentivar la contratación de trabajadores. La reforma reduce la indemnización por despido improcedente en las pymes (tanto para las empresas con menos de 20 trabajadores como para aquellas con más de 20 y menos de 299). La reforma ataca, así, tímidamente, el problema de la dualidad del mercado de trabajo, reduciendo lige-

Eurozona: PIB

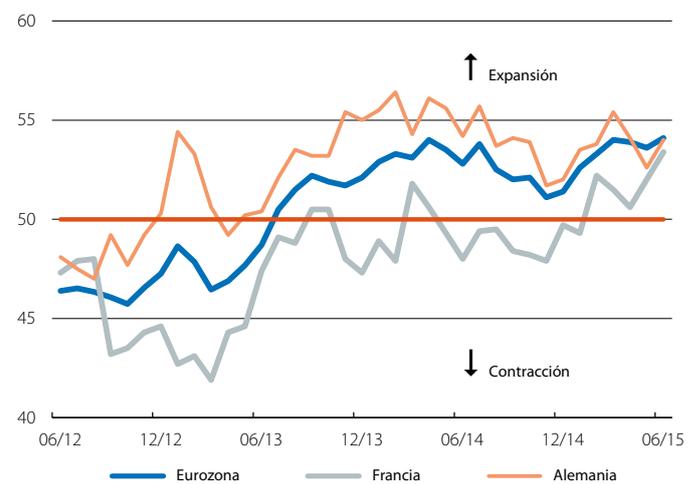
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB (p. p.)



Nota: * Variación intertrimestral (%).
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

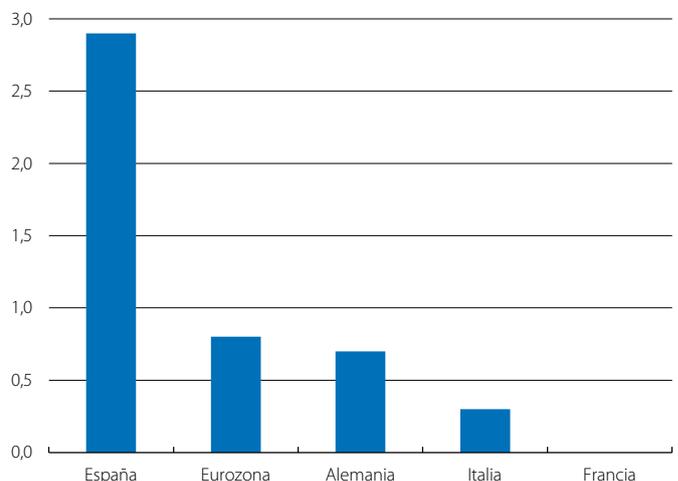
Nivel



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

Ocupación en el 1T 2015

Variación interanual (%)



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

ramente las indemnizaciones de despido y haciendo más predecible el montante final de la indemnización. Asimismo, la reforma retrasa las obligaciones regulatorias que tienen que cumplir las empresas, derivadas del aumento de su tamaño, con lo que se eliminan los obstáculos para aumentar las plantillas.

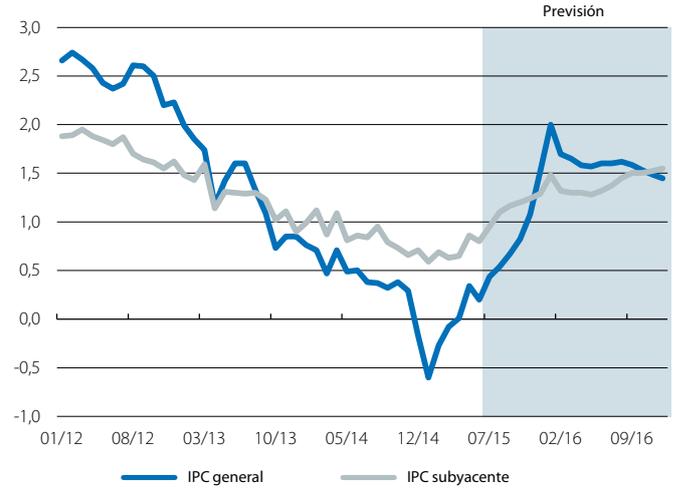
La inflación sigue recuperándose a pesar de un leve retroceso en junio. La variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona se situó en el 0,2% en junio, una décima por debajo del nivel del mes anterior, en parte debido al descenso del componente energético. A pesar de esta bajada, esperamos que la inflación siga creciendo en la eurozona en los próximos meses y se sitúe por encima del 1,5% a finales de año. La subida del precio del petróleo, el encarecimiento de las importaciones por la depreciación del euro, y la consolidación de la demanda interna deberían ayudar a que así fuera. Por países, sorprendió el retroceso de la inflación alemana (desde el 0,7% hasta el 0,1%), como consecuencia, sin embargo, de factores temporales como el aumento de los precios del ocio y del turismo en mayo. No esperamos que este retroceso tenga recorrido, dada la buena marcha de la economía alemana y, en especial, de su mercado de trabajo, con fuertes incrementos salariales previstos para 2015.

El sector exterior gana impulso. La depreciación del euro está ayudando al sector exportador de la eurozona. Muestra de su dinamismo es el incremento del 6,8% interanual en abril de las exportaciones de bienes de la eurozona al resto del mundo, continuando las mejoras registradas en los meses anteriores. Por su parte, las importaciones aumentaron en menor medida (2,5% interanual), en parte debido a la menor factura energética. Así, el saldo de la balanza comercial entre enero y abril se situó un 69% por encima del registro alcanzado un año antes. Prevemos que la moderación de los precios energéticos y la continuación de la depreciación del euro, en particular cuando empiecen a subir los tipos de interés de la Reserva Federal, sigan apoyando al sector exportador.

La mejora económica llega a las empresas, aunque no a todas por igual. Durante octubre de 2014 y marzo de 2015, el porcentaje neto de empresas que experimentó un aumento de los beneficios fue del 15% para las empresas grandes y del 6% para las medianas, mientras que las pequeñas empresas y las microempresas aún sufrieron una reducción de los beneficios (del 5% y del 21%, respectivamente), según la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la eurozona (SAFE, por sus siglas en inglés). Ello fue debido a que aumentó la facturación empresarial a la vez que se estabilizaban los costes laborales y se reducían otros costes empresariales, entre ellos los financieros. Asimismo, mejoró la disponibilidad de financiación externa de las empresas, en particular entre las grandes. Un mayor porcentaje de estas últimas experimentó aumentos netos en la disponibilidad de financiación (tanto de créditos como de descubiertos bancarios), aunque también las pequeñas y medianas empresas percibieron mejoras. Las mayores facilidades de crédito para las empresas muestran cómo la recuperación se está trasladando a la economía real. Por países, cabe destacar el aumento del porcentaje neto de empresas que señalan un incremento de la disponibilidad de crédito empresarial en Alemania (14%) y sobre todo en España (30% frente al 11% del semestre anterior).

Eurozona: IPC armonizado

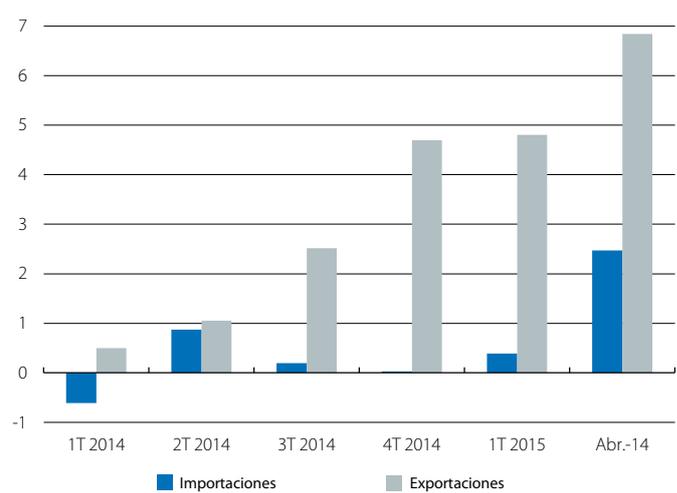
Variación interanual (%)



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

Eurozona: saldo de bienes

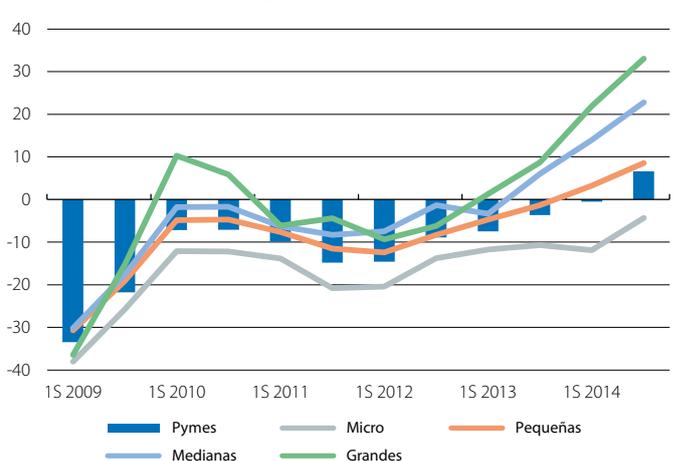
Variación interanual (%)



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

Eurozona: acceso de las empresas a la financiación externa

Empresas que reportan mejoras respecto al periodo anterior (%)



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

FOCUS · Europa emergente: la bonanza de la eurozona permitirá superar el escollo ruso

De cumplirse con lo previsto, 2015 y 2016 serán dos años de clara expansión económica en la Europa emergente: en el promedio del periodo 2015-2016, Polonia, Rumanía y Eslovaquia crecerán más del 3%, la República Checa lo hará apenas por debajo de este umbral, y solo se rezagará Hungría (con un crecimiento previsto del 2,5%) y Bulgaria (del 1,4%), dos economías lastradas por un entorno de negocios poco propicio. Son cifras elevadas y que suscitan la pregunta de cuáles son las dinámicas que las sustentan.

Más allá de algunos aspectos idiosincráticos locales, el dinamismo que se espera en la Europa emergente es resultado de la confluencia de tres elementos: la recuperación del crecimiento en la eurozona, el apoyo temporal que proporcionará el abaratamiento del petróleo y el mantenimiento de unas buenas condiciones de financiación. En relación con el primero de estos factores, el análisis de los flujos comerciales de la Europa emergente arroja información precisa sobre el funcionamiento económico de la región. Tal y como se aprecia en el gráfico, el grueso de los intercambios comerciales de la Europa emergente se concentra en los países centrales de la eurozona, mientras que los flujos interregionales, aun siendo importantes, tienen un volumen menor. En cambio, la intensidad de los flujos comerciales entre la región y Rusia es claramente inferior. Sobre la base de esta radiografía del canal comercial, se entiende bien por qué, en unos años en que van a coexistir dos buenos ejercicios de crecimiento en la eurozona (con un crecimiento promedio del 1,7%) y una recesión apreciable en Rusia (-3,3% en 2015 y -0,8% en 2016), el primer factor va a pesar mucho más que el segundo. Las dificultades de Rusia solo serían auténticamente disruptivas para la Europa emergente si afectasen a sus exportaciones de materias primas y bienes intermedios, ya que ambas categorías de bienes son *inputs* claves para la región. Ahora bien, si, debido a circunstancias adversas, la eurozona no cumpliera con lo previsto, la región difícilmente evitaría deslizarse hacia la zona del crecimiento mediocre.

La importancia del segundo de los factores, el apoyo al crecimiento que supone la disminución del precio del petróleo, deriva del hecho que todos los países de la Europa emergente son importadores netos de petróleo.¹ En esto, la Europa emergente no se diferencia excesivamente de sus socios de la Unión Europea (UE). En cambio, otro factor que está operando en Europa, el tipo de cambio, sí es un aspecto diferenciador. Habitualmente se menciona que un factor de apoyo al crecimiento en la eurozona es la depreciación del euro, que permite ganar competitividad-

1. Las importaciones netas de combustibles van del 6,2% del PIB en el caso de Hungría al 1,4% en el de Rumanía, según datos de Eurostat.

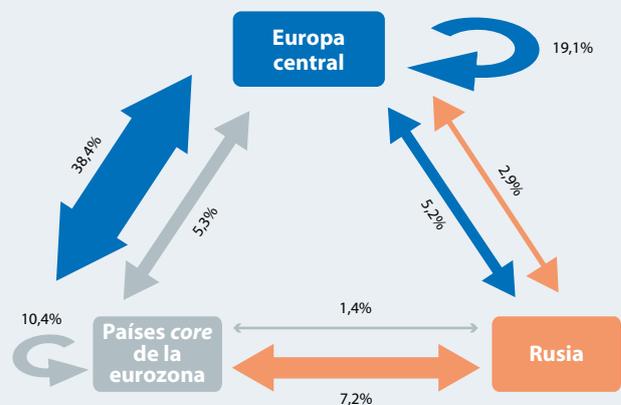
precio a los exportadores de la moneda única. En el caso de la Europa emergente, este factor tiene menos peso, puesto que, en el último año, las monedas de la zona se han mantenido prácticamente sin cambios frente al euro, la divisa central para sus intercambios comerciales.

Finalmente, el tercer desarrollo que se espera que apoye la expansión económica es la financiación bancaria internacional. El peso de la banca extranjera, y en particular de la banca de la UE, es muy elevado en los países de la Europa emergente. Según datos de la OCDE, en 2012, la cuota de la banca extranjera (de la UE) en el total de activos comprendía del 54% de Hungría al 96% de Eslovaquia (en la UE, la cuota promedio de la banca extranjera era del 17%). Esta elevada proporción ha sido un factor de riesgo en otras ocasiones porque la capacidad crediticia de las filiales centroeuropeas dependía, en gran medida, de la salud de sus matrices. Sin embargo, el contexto financiero es ahora más benigno, en parte por las medidas que está llevando a cabo el Banco Central Europeo, en parte por la mejora de la solvencia y de la liquidez de las entidades. Esta circunstancia permitirá al sector bancario apoyar la expansión de la Europa emergente a corto y medio plazo.

En definitiva, más allá de los factores internos idiosincráticos de cada país, los condicionantes externos propiciarán que la Europa emergente transite por una etapa de notable crecimiento en los próximos años. Los países de la moneda única proporcionarán tanto demanda exterior como financiación a las economías centroeuropeas, dos elementos que tradicionalmente han tenido un fuerte impacto en la región.

Relaciones comerciales entre Europa central,* países core de la eurozona ** y Rusia

Suma de exportaciones e importaciones (% PIB) ***



Notas: * Europa central: Polonia, República Checa, Hungría, Rumanía, Bulgaria y Eslovaquia. ** Países core de la eurozona: Alemania, Francia e Italia. *** Por ejemplo, la flecha naranja entre Europa central y Rusia muestra la suma de exportaciones e importaciones rusas en porcentaje del PIB de Rusia, y así sucesivamente. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (DOTS).

FOCUS · Eurozona: sin convergencia no hay unión

Para que una unión monetaria sea sostenible, la convergencia económica entre los países que la integran es fundamental. Por ello, es conveniente analizar hasta qué punto se ha producido una convergencia real entre los países de la eurozona durante las últimas décadas y cómo se puede lograr que sea más profunda.

Desde la instauración de los criterios de Maastricht, en 1992, los países de la eurozona experimentaron una cierta convergencia: la diferencia entre el PIB per cápita (en paridad de poder de compra) de los países del núcleo y de la periferia se estrechó (véase el primer gráfico). El proceso fue más acentuado en algunos países, como España, cuyo PIB per cápita pasó del 81,0% del PIB per cápita promedio de la eurozona en 1993 al 95,3% en 2007.

Sin embargo, esta convergencia, que nunca acabó de consolidarse, se empezó a deshacer a partir de la crisis financiera global de 2008. La diferencia entre el PIB per cápita del núcleo y de la periferia se incrementó desde los 11 p. p. en 2007 hasta los 21 p. p. en 2013, puesto que la recesión económica fue más intensa y duradera en la periferia. Desde el pasado año, no obstante, todo indica que esta divergencia entre economías está empezando a remitir, en particular en países como España, que en la actualidad está recuperando parte del terreno perdido durante la crisis y cuyo PIB per cápita podría situarse en el 91,3% del PIB per cápita promedio de la eurozona en 2016. El caso de Italia, que se encuentra al otro lado del espectro, es especialmente crítico, puesto que sufrió un empobrecimiento relativo tanto antes como durante la crisis: de un PIB per cápita un 8% superior a la media de la eurozona en 1993 pasó a un PIB per cápita un 2,6% inferior en 2007. La cifra continuó descendiendo durante la crisis y en 2014 ya era un 8,6% inferior al promedio europeo.

Entre 1990 y 2007, se logró una relativa convergencia entre las economías de la eurozona gracias a una mayor contribución al crecimiento del factor trabajo en los países de la periferia, tanto en términos de la cantidad del empleo (por ejemplo, por el incremento de la participación laboral femenina) como de la calidad (por ejemplo, por el aumento del nivel educativo de los trabajadores). Por otra parte, la contribución del factor capital no relacionado con las tecnologías de la información también fue mayor en la periferia, lo cual contribuyó, asimismo, al *catch-up* de esos países.¹ Sin embargo, la productividad total de los factores (PTF), que mide la eficiencia con la que una economía utiliza los factores productivos, no favoreció el proceso de convergencia, sino todo lo contrario: entre 1990 y 2007, la PTF empeoró en la periferia pero

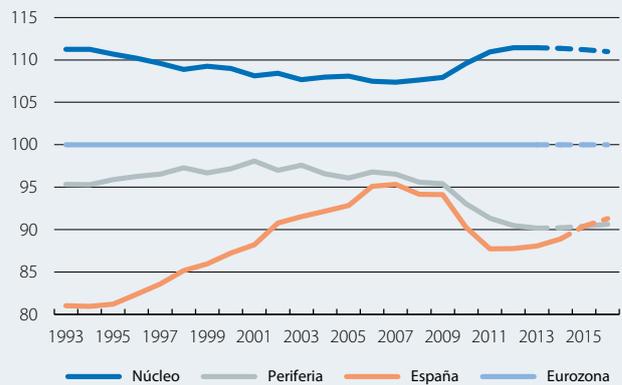
1. La contribución al crecimiento de la inversión en capital de las tecnologías de la información ha sido baja tanto en los países del centro como en los de la periferia de la eurozona, lo que explica parte del menor crecimiento de la región en comparación con EE. UU.

aumentó en el núcleo, una divergencia que se acentuó con la crisis.

En definitiva, la convergencia que se ha producido entre los países de la periferia y los del núcleo durante las últimas décadas ha sido muy limitada. Esta, además, ha tenido lugar gracias a un mayor crecimiento de los factores trabajo y capital en la periferia, por lo que el recorrido a largo plazo es limitado. Al fin y al cabo, para lograr una convergencia duradera entre países, la productividad debe aumentar más en la periferia que en el núcleo. Traducido en acciones concretas, los países rezagados deben mejorar la eficiencia de sus economías adoptando las instituciones, las tecnologías y los métodos de producción de los avanzados, y deben sacar más provecho de las economías de escala que aporta el mercado único. La productividad total de los factores es el elemento clave que determina el crecimiento a largo plazo. Solo un aumento de dicha productividad en la periferia logrará que la convergencia entre países se acentúe y que sea duradera a largo plazo.

PIB per cápita (en paridad de poder de compra)

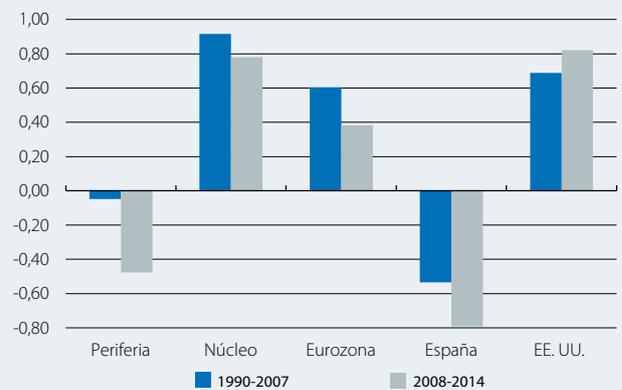
Nivel (100 = UE19)



Nota: Núcleo: Francia, Alemania, Austria, Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo; periferia: Irlanda, Portugal, España, Italia y Grecia; y eurozona: UE19.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de AMECO.

Productividad total de los factores

Variación interanual promedio (%)



Nota: Núcleo: Francia, Alemania, Austria, Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo; periferia: Irlanda, Portugal, España, Italia y Grecia; y eurozona: UE19.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de The Conference Board.

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-0,8	1,3	1,4	0,8	2,0	2,3	2,2	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,8	1,0	0,6	0,3	1,5	0,8	...	...
Confianza del consumidor	-18,7	-10,1	-7,9	-10,0	-11,3	-6,3	-4,6	-5,6	-5,6
Sentimiento económico	93,8	101,6	102,5	101,2	100,8	102,6	103,8	103,8	103,5
PMI manufacturas	49,6	51,8	52,5	50,9	50,5	51,4	52,0	52,2	52,5
PMI servicios	49,3	52,5	53,0	53,2	51,7	53,5	54,1	53,8	54,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,7	0,6	0,6	0,7	0,9	0,8	-	...	-
Tasa de paro: eurozona (% pobl. activa)	12,0	11,6	11,6	11,5	11,4	11,2	11,1	11,1	...
Alemania (% pobl. activa)	5,2	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7	4,7	...
Francia (% pobl. activa)	10,3	10,2	10,1	10,3	10,4	10,3	10,2	10,3	...
Italia (% pobl. activa)	12,2	12,7	12,5	12,7	12,7	12,4	12,4	12,4	...
España (% pobl. activa)	26,1	24,5	24,7	24,2	23,7	23,1	22,7	22,5	...

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

Sector exterior

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15
Saldo corriente: eurozona¹	1,9	2,2	1,8	2,1	2,2	2,4	2,5	...
Alemania	6,5	7,6	6,8	7,4	7,6	7,9	7,9	...
Francia	-1,4	-1,0	-1,6	-1,3	-1,0	-0,8	-0,8	...
Italia	0,9	1,9	1,3	1,6	1,9	2,3	2,4	...
España	1,4	0,8	0,8	0,7	0,8	1,0	1,0	...
Tipo de cambio efectivo nominal² (valor)	101,7	102,3	103,9	101,7	99,6	93,7	90,4	92,2

Notas: 1. Cambio de metodología a partir de 2014. 2. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda.

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ¹	-2,3	-2,2	-2,5	-2,0	-1,3	-0,4	-0,1	0,1	
Crédito a hogares ^{1,2}	0,3	0,5	0,5	0,5	0,7	1,0	1,3	1,4	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,2	2,0	2,1	1,9	1,8	1,7	1,7	...	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	2,8	2,6	2,7	2,6	2,4	2,2	2,0	...	
Depósitos									
Depósitos a la vista	7,9	6,0	5,2	5,9	7,2	9,7	10,9	11,8	
Otros depósitos a corto plazo	0,0	-2,1	-2,0	-1,7	-2,1	-3,2	-3,3	-4,2	
Instrumentos negociables	-14,8	-7,2	-11,6	-5,8	1,3	3,9	11,9	5,0	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,0	1,3	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	...	

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

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

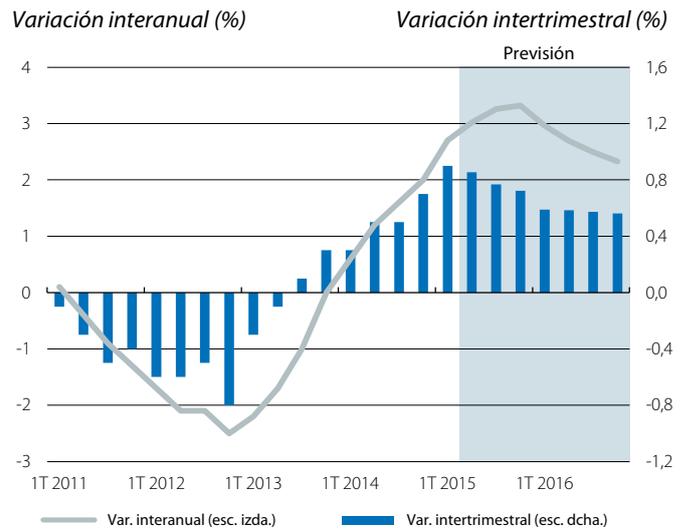
COYUNTURA · La recuperación económica sigue a buen ritmo

El dinamismo de la economía española se afianza, pero podría perder impulso en el segundo semestre. Tras el intenso avance del PIB registrado en el 1T, los indicadores de actividad de los últimos meses señalan que el crecimiento del PIB mantuvo un buen tono en el 2T. Ello nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto del año 2015 en tres décimas, hasta el 3,1%. A partir del 3T, mantenemos un perfil de ligera desaceleración del crecimiento por el agotamiento progresivo de los factores de apoyo temporal de los que se está beneficiando la economía española, como la bajada del precio del petróleo y la depreciación del euro. Esta pauta de desaceleración gradual del ritmo de crecimiento del PIB continuará en 2016, año en el que prevemos un crecimiento del 2,6%.

El FMI mejora las perspectivas de crecimiento de España. En junio, el Fondo Monetario Internacional (FMI) aumentó de forma notable su previsión de crecimiento para la economía española respecto a sus cálculos de hace solo dos meses. Concretamente, la subió seis décimas para 2015, hasta el 3,1%, y cinco décimas para 2016, hasta el 2,5%. La institución, en su informe de conclusiones tras su visita anual al país, recomienda continuar con la agenda reformista para apuntalar la capacidad de crecimiento a medio y largo plazo. En cuanto al mercado de trabajo, insiste en la necesidad de reducir la dualidad laboral y de impulsar la creación de empleo, vinculando, por ejemplo, los incrementos salariales a las condiciones específicas de la empresa. También pide tomar medidas para fomentar el crecimiento de las pymes, como acelerar la implementación del mercado único, eliminar regulaciones que limitan el crecimiento del tamaño empresarial y fomentar las fuentes de financiación alternativas. En cuanto a los ajustes macroeconómicos todavía pendientes de ultimar, el FMI pide no desistir en los esfuerzos de consolidación fiscal, reforzar la solvencia del sector bancario y reducir el endeudamiento privado.

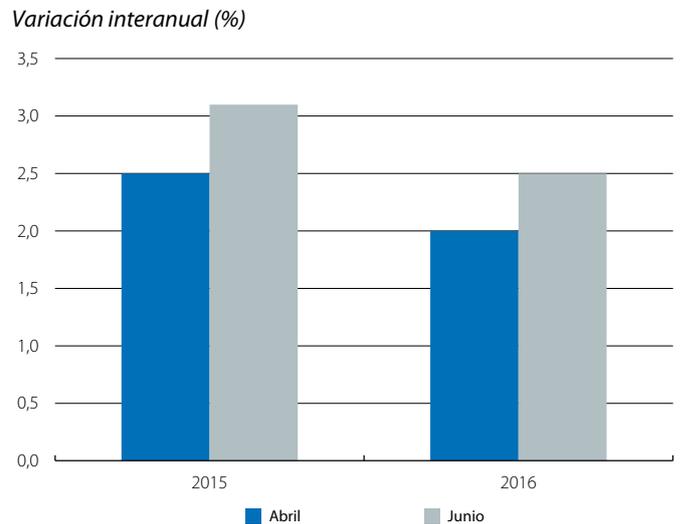
La inversión empresarial y el consumo privado se perfilan como los motores de crecimiento del 2T. Por lo que respecta a los indicadores de oferta, tanto el índice PMI de manufacturas como el de servicios siguen en niveles compatibles con una ligera aceleración del ritmo de avance de la inversión en bienes de equipo en el 2T. Así, el índice PMI de manufacturas subió hasta los 55,8 puntos en mayo, impulsado por el aumento de los nuevos pedidos domésticos y externos, en especial los provenientes de la eurozona. El PMI del sector servicios corrigió parte de la intensa subida del mes anterior, pero siguió en cotas muy elevadas (58,4 puntos). Otros indicadores también depaaron buenas noticias para la inversión. Destaca positivamente la buena marcha de la producción industrial, cuyo crecimiento promedio de los últimos tres meses fue del 2,3% interanual, por encima del registrado en la etapa anterior a la crisis, entre 2000 y 2007, del 1,6% interanual, en promedio. Por el lado de la demanda, el sólido avance de las ventas minoristas, con un crecimiento promedio de los últimos tres meses del 3,3% (frente al 2,8% registrado entre 2000 y 2007), sugiere que el gasto de las

PIB



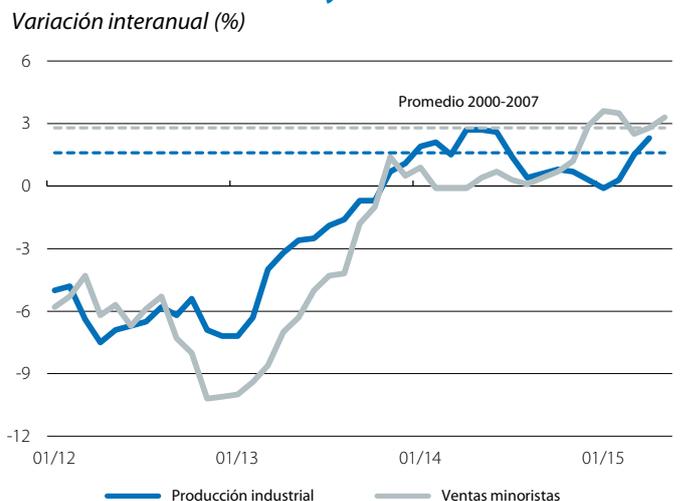
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

Previsión de crecimiento del PIB del FMI



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

Indicadores de actividad y de consumo *



Nota: * Media móvil de tres meses.

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

familias creció con fuerza en el 2T, un crecimiento que, en gran medida, se sustenta en la creación de empleo.

El mercado laboral evoluciona favorablemente. En mayo, el número de afiliados a la Seguridad Social aumentó en 57.721 personas (en términos desestacionalizados), y ello aceleró la tasa de variación interanual hasta el 3,6%. El crecimiento de la afiliación es generalizado en todos los sectores de actividad, lo que confiere optimismo a que no será pasajero. Las expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea también apuntan a que el mercado laboral no abandonará la senda de recuperación, aunque probablemente aminore un poco el intenso aumento del empleo registrado en la primera mitad del año. En concreto, dicho índice, que captura la voluntad de los empresarios de contratar en los próximos tres meses, fue algo inferior en el 2T respecto al 1T, especialmente en la industria.

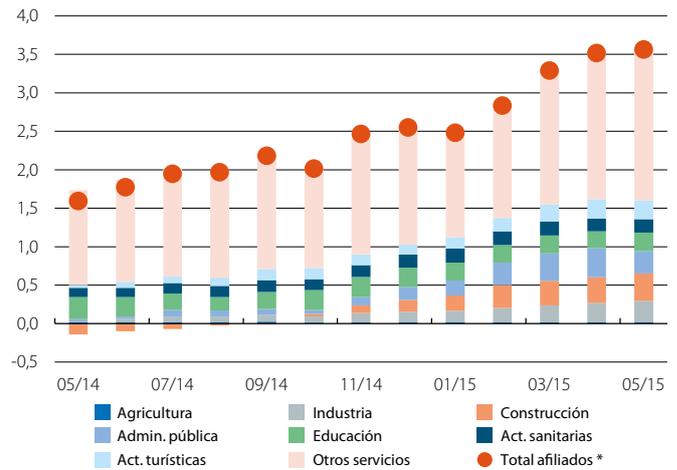
Las rentas salariales de los hogares se recuperan. La renta bruta disponible de los hogares creció un 2,5% interanual en el 1T (1,4% en el 4T), impulsada por el aumento de la remuneración total de los asalariados, lo que, a su vez, se explica tanto por el buen ritmo de creación de ocupación como por el incremento de la remuneración por asalariado. En concreto, los costes salariales por hora subieron un 0,8% intertrimestral en el 1T 2015 (0,1% en el 4T), un repunte que se debe, en gran parte, al impacto en ese trimestre de la devolución a los empleados públicos del 25% de la paga extra de 2012. De todos modos, de cara a los próximos meses, los salarios podrían experimentar aumentos algo superiores a los registrados en los últimos tres años. Así, en mayo, los salarios pactados en convenio subieron un 0,7% (0,6% en el 1T). Además, el acuerdo salarial firmado este mes entre la patronal y los sindicatos establece recomendaciones de incrementos salariales de hasta el 1,0% en 2015 y el 1,5% en 2016. El pacto también establece una cláusula de garantía que se aplicará al término de 2016 en el caso de que, en el conjunto de 2015 y 2016, la inflación supere el incremento pactado, esto es, sea mayor del 2,5%. Se constata, por tanto, un cierto cambio de tendencia en la evolución de los salarios, que debería seguir siendo muy moderada a fin de no poner en peligro las ganancias de competitividad conseguidas en los últimos años.

La inflación vuelve al terreno positivo. La mejora de la demanda interna se está trasladando, poco a poco y como estaba previsto, a incrementos de los precios. En concreto, el IPC registró una variación del 0,1% interanual en junio, lo que supone un aumento de tres décimas respecto a la tasa del mes anterior. Asimismo, destaca la subida de la inflación subyacente, más estrechamente ligada al comportamiento del consumo, que en mayo aumentó dos décimas, hasta el 0,5% interanual.

El mercado inmobiliario muestra signos de recuperación, algo que se observa, sobre todo, en el ámbito de la demanda: la compraventa de viviendas avanzó en abril un 9,8% interanual (según el acumulado de 12 meses). Este avance se apoya en la mejora del mercado laboral y de las condiciones financieras, que está facilitando el crecimiento de la nueva concesión de crédito a hogares para la compra de vivienda (entre enero y abril, el número de créditos concedidos aumentó un 15,2% respecto a los mismos cuatro meses del año anterior). Mientras la demanda gana tracción, la actividad en la construcción se mantiene más rezaga-

Afiliados a la Seguridad Social

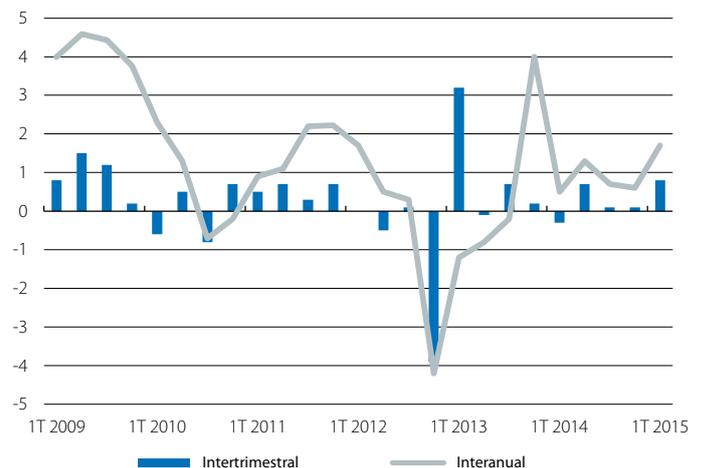
Contribución de los sectores a la variación interanual (p. p.)



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

Costes salariales por hora *

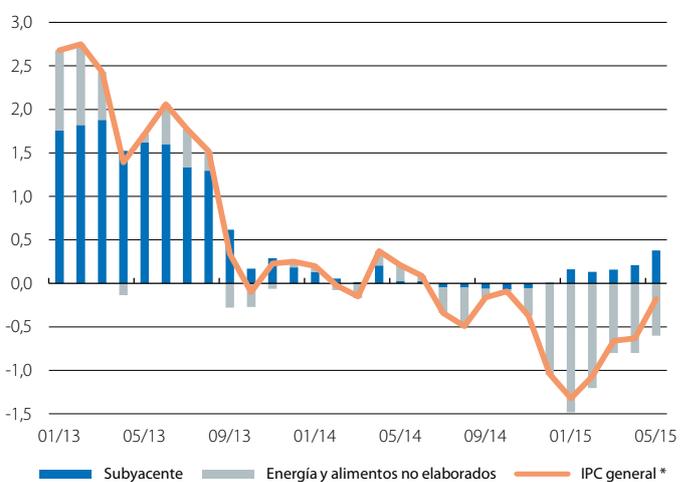
Variación (%)



Nota: * Datos corregidos de efectos estacionales y de calendario.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

IPC

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: * Variación interanual.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE.

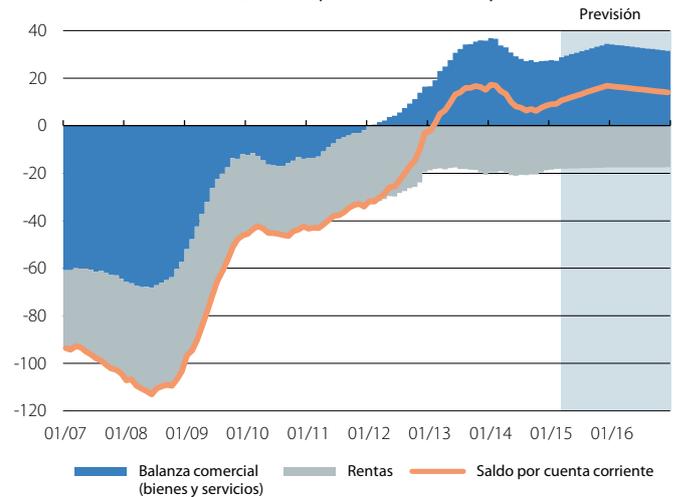
da, debido al elevado nivel de *stock* de viviendas vacías por vender. Por otra parte, la caída de precios de la vivienda parece haber tocado fondo. Así, el precio de tasación se contrajo un 0,4% intertrimestral en el 1T (-0,1% interanual). Si bien el dato es poco halagüeño, dos factores apuntan a que el ajuste de precios prácticamente ha llegado a su fin. Primero, la contracción del 1T compensó el sorprendente crecimiento registrado en el 4T 2014 (del 0,5% intertrimestral). Segundo, las ratios de esfuerzo de los hogares para acceder a la compra de una vivienda se sitúan ya en cotas sostenibles. Por tanto, es poco probable que el precio de la vivienda sufra fuertes caídas durante los próximos meses.

El superávit por cuenta corriente sigue acrecentándose y se sitúa en el 1,0% del PIB en abril. Por lo que respecta a los bienes, las exportaciones crecieron un robusto 7,4% interanual en el acumulado de febrero a abril, favorecidas por la demanda procedente de la eurozona y del resto de la Unión Europea. Las importaciones avanzaron un 5,7% interanual, pero la cifra habría sido muy superior de no haber sido por el desplome del precio del crudo, que está comportando un importante ahorro en la factura importadora. El componente de los servicios sigue siendo de gran apoyo a la balanza comercial, gracias al excelente comportamiento del turismo. Así, España recibió 6,5 millones de turistas extranjeros en mayo, lo que supone un aumento del 6,8% con respecto al mismo periodo del año pasado. En 2015 se espera batir una nueva marca anual, por encima de los 65 millones de 2014. Estos buenos datos, y las perspectivas de que esta tendencia se afiance en lo que queda de año, nos llevan a mejorar la previsión del saldo corriente hasta el 1,5% del PIB. En 2016, preveemos que el saldo corriente descenderá hasta el 1,2% del PIB al deshacerse el impacto positivo de la caída del precio del petróleo, lo que encarecerá de nuevo las importaciones.

La concesión de crédito a la economía real aumenta considerablemente. Las cifras de nueva concesión de crédito muestran una clara tendencia ascendente, sobre todo en lo que respecta al crédito a las pymes. Además, según estimaciones del Banco de España, la probabilidad de las empresas de obtener crédito se ha incrementado en los dos últimos años. Asimismo, se observa que esta probabilidad es significativamente mayor entre las empresas que tienen una mejor situación financiera, algo que era menos evidente hace unos años. También se advierte una disminución continuada de la tasa de morosidad del sistema bancario. Esta se situó en el 12,0% en abril, una décima menos que el mes anterior, gracias, en buena medida, al marcado descenso del crédito dudoso (-15,8% interanual). Preveemos que el saldo de crédito dudoso seguirá disminuyendo en los próximos meses, lo que, combinado con una caída moderada del saldo vivo de crédito, ayudará a reducir aún más la tasa de morosidad. Además de la mejora de los indicadores del sector bancario, este mes ha habido también avances en la construcción de los pilares que deben sustentarlo. En concreto, se ha aprobado la Ley 11/2015 de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, que establece las responsabilidades, instrumentos y poderes que permiten que las autoridades españolas puedan resolver situaciones de bancos en dificultades de capital de una manera ordenada, mediante la protección de las funciones críticas. En concreto, el Banco de España será responsable del desarrollo del plan de resolución y el FROB, como organismo independiente, se encargará de la fase de ejecución de dicho plan.

Saldo corriente

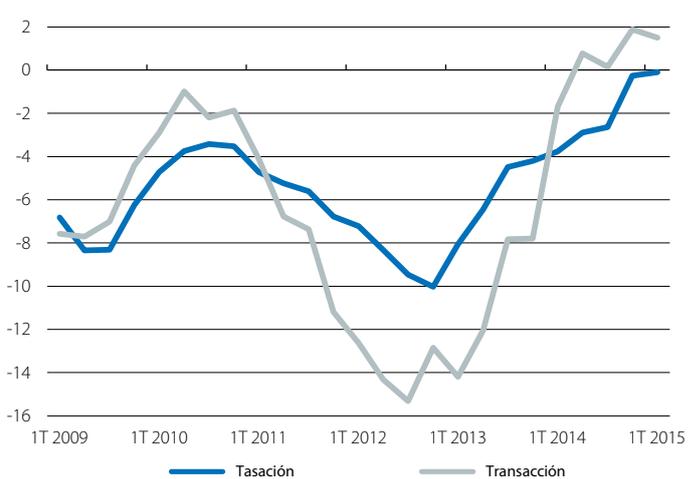
Datos acumulados de 12 meses (millones de euros)



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

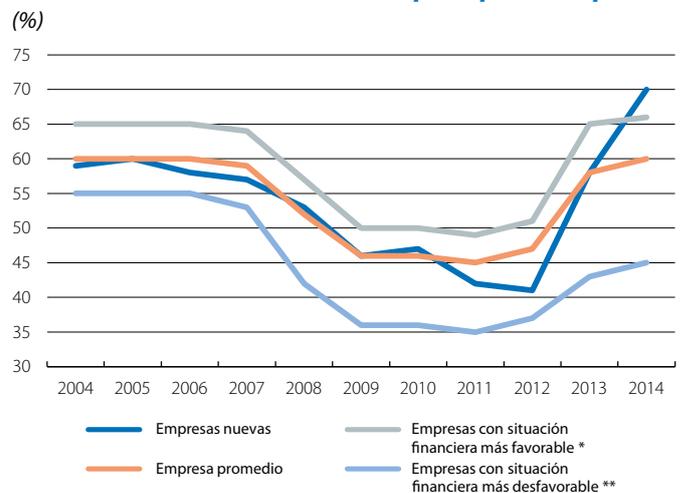
Precio de la vivienda

Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Fomento (tasación) y del INE (transacción).

Probabilidad de obtener crédito por tipo de empresa



Notas: * Percentil 10 en carga financiera y endeudamiento. ** Percentil 90 en carga financiera y endeudamiento.

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

FOCUS · La contratación indefinida en la recuperación

El elevado grado de dualidad laboral ha sido uno de los principales lastres del mercado de trabajo en España.¹ La tasa de temporalidad entre 2000 y 2007 fue del 32,5% en promedio, una cifra que se mantuvo lejos del 15% que se registró en la eurozona. Durante la recesión, la destrucción de empleo en España fue especialmente intensa entre los ocupados con un contrato temporal, por lo que la tasa de temporalidad descendió de forma pronunciada, aunque siguió manteniéndose claramente por encima de los registros europeos. Ahora que la contratación está empezando a aumentar es un buen momento para valorar si este cambio de tendencia se está consolidando.

Con este fin, analizamos la evolución del peso de los contratos indefinidos entre los ocupados que llevan menos de un año trabajando en una empresa. Como ilustra el segundo gráfico, en general se observa una ligera tendencia al alza. Destaca el hecho de que el aumento del peso de los nuevos contratos indefinidos sobre el total de nuevos contratos sea mayor en aquellos sectores que han tenido una mejor evolución durante los últimos años. Esto confiere cierto optimismo a la trayectoria que puede tener la temporalidad a corto y medio plazo. Además, esta ligera tendencia al alza que se observa en el peso de los nuevos contratos indefinidos es especialmente reseñable si se tiene en cuenta el momento cíclico en el que se encuentra la economía española. Dado que el proceso de recuperación todavía se encuentra en una fase muy preliminar, no sería extraño que la proporción de contratos temporales fuera en aumento, ya que en esta fase del ciclo las decisiones de contratación se toman con especial cautela.

Otro dato interesante es que el peso de los contratos indefinidos suele ser más elevado entre los trabajadores mejor formados. Es precisamente en este segmento de la población donde el incremento del peso de los contratos indefinidos está siendo mayor. Así se observa en el tercer gráfico, centrado en los sectores en los que más ha crecido el empleo durante los últimos años. De esta manera, un nivel educativo más alto no solo va ligado a un mayor salario, sino que también se refleja en unas mejores condiciones laborales.

En definitiva, la dualidad del mercado de trabajo se ha reducido de forma considerable durante los últimos años, en parte por razones cíclicas, y es posible que también por cambios estructurales. No obstante, el mercado laboral español todavía se encuentra muy lejos de los estándares europeos. Si bien la evolución de los contratos indefinidos durante el último año confiere cierto optimismo al panorama laboral español, es imprescindible que se siga trabajando para que los nuevos puestos de trabajo se creen sobre bases sólidas.

1. La dualidad laboral es la división de la fuerza laboral en dos segmentos: aquellos que ocupan puestos de trabajo con contratos indefinidos (más protegidos) y aquellos con contratos temporales.

Asalariados con contrato temporal

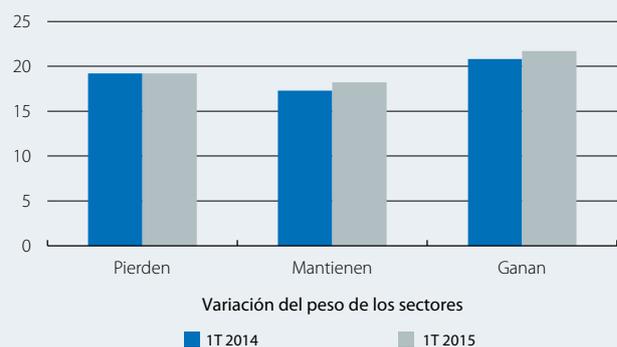
(% sobre el total de asalariados)



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

Peso de los nuevos contratos indefinidos en función de la evolución del sector *

Nuevos contratos indefinidos (% del total de nuevos contratos)

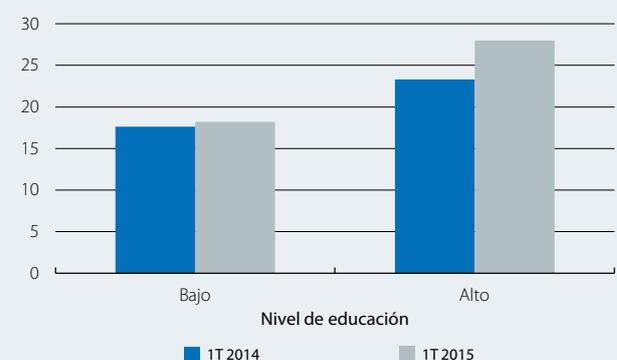


Nota: * Se ordenan los sectores económicos CNAE-09 a tres dígitos de menor a mayor variación del peso del empleo sobre el total entre 2009 y 2014 y se toma como valor de corte para los tres grupos el percentil 1/3 y 2/3. Análisis de flujos: nuevos asalariados (llevan menos de un año en la misma empresa).

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

Peso de los nuevos contratos indefinidos en función del nivel educativo en los sectores que crecen *

Nuevos contratos indefinidos (% del total de nuevos contratos)



Nota: * Véase la nota del segundo gráfico. El nivel de educación alto se corresponde a tener finalizados estudios profesionales de grado superior o estudios universitarios.

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

FOCUS · El tipo de interés y la mejora del saldo de rentas: un apoyo transitorio

Uno de los factores que más ha contribuido a mejorar el saldo corriente durante los últimos años ha sido la corrección de la balanza de rentas primarias,¹ que ha pasado de un déficit de más de 30.000 millones de euros en 2008 a un déficit de poco más de 6.000 millones de euros en 2014. Esta mejora representa el 25% del cambio que ha experimentado el saldo corriente, un elemento adicional que ayuda a poner en perspectiva la importancia de la evolución del saldo de rentas primarias para la economía española.

El cambio del saldo de rentas refleja, en parte, la situación que ha atravesado la economía española durante los últimos años. Dado que la recesión económica ha sido especialmente acusada en España, las inversiones realizadas por particulares y empresas extranjeras en el país han rendido menos que las inversiones españolas en el extranjero. Este caso es especialmente relevante para las inversiones en cartera o la inversión extranjera directa. Sin embargo, esta dinámica tiene visos de cambiar: a medida que la recuperación de la economía española vaya ganando tracción también crecerá la rentabilidad de las inversiones en España, de lo que se beneficiarán los inversores internacionales. Naturalmente, esta circunstancia quedará reflejada en el saldo de rentas, toda vez que deshará parte de la mejora de los últimos años.

Sin embargo, a corto y medio plazo, el retroceso no será total. La evolución del rendimiento de la deuda favorecerá los pagos de la economía española al resto del mundo, puesto que los tipos de interés se mantendrán en niveles muy reducidos durante los próximos años. Esta tendencia es crucial para la evolución del saldo de rentas, si se tiene en cuenta que el 47% del total de los pasivos que posee España en relación con el exterior son en forma de deuda.² A modo ilustrativo, esperamos que el tipo de interés de la deuda pública española a 10 años se sitúe en el 1,7% en promedio en 2015, 1 p. p. por debajo del registro de 2014.³ Esta reducción en el coste de la deuda supondrá un ahorro de aproximadamente 2.000 millones de euros.

1. La balanza de rentas primarias recoge principalmente la diferencia entre los ingresos registrados en concepto de intereses, dividendos y beneficios generados por el capital de las inversiones que los residentes españoles tienen en el resto del mundo y los pagos sobre los mismos conceptos que los no residentes tienen en España. A grandes rasgos, son los ingresos y los pagos que resultan de los activos que los españoles tienen en el extranjero y de los pasivos frente al resto del mundo.

2. El peso de la deuda en los activos extranjeros en manos españolas es menor, del 25% concretamente.

3. Gran parte de la deuda es pública (el 43% del total de deuda). La evolución del tipo de interés de la deuda corporativa es muy similar a la del tipo de interés de la deuda pública.

De todas formas, es importante resaltar que este punto de apoyo para la economía española es temporal. A medida que el tipo de interés se vaya normalizando, algo que esperamos que empiece a ocurrir a partir del año que viene, el coste de la deuda aumentará. Una corrección de carácter permanente de la balanza de rentas debería proceder de factores estructurales, como mayores superávits del saldo comercial de bienes y servicios, que den lugar a una menor posición deudora neta de la economía española y, en consecuencia, a unos pagos inferiores al resto del mundo.

Saldo corriente

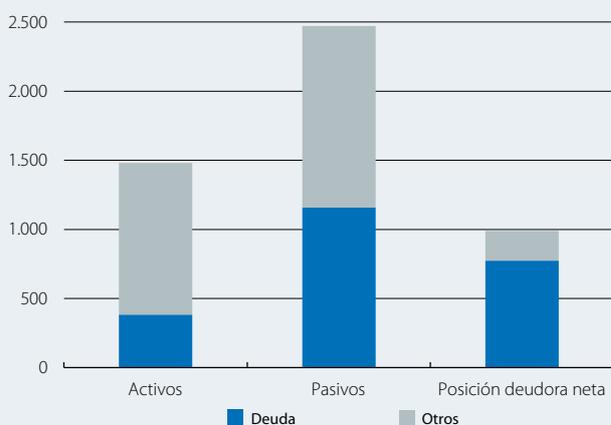
(Miles de millones de euros)



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

Posición deudora neta (2014)

(Miles de millones de euros)



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

FOCUS · Fuentes de financiación alternativas: el capital riesgo

Tras la puesta en marcha de la unión bancaria, la Comisión Europea se ha fijado una nueva iniciativa insignia para seguir construyendo un marco financiero común dentro de la Unión Europea: la unión del mercado de capitales (UMC). Uno de los pilares de la UMC es la ampliación y diversificación de las fuentes de financiación alternativas al crédito bancario a medio y largo plazo. En este artículo se analiza una de ellas, el capital riesgo (*venture capital* en inglés), un gran desconocido para muchos, pero con un notable impacto potencial sobre el crecimiento económico de un país.

Las gestoras de capital riesgo proveen de capital a empresas no cotizadas con un alto potencial de crecimiento, ya sean empresas de nueva creación (en etapa semilla y *start-ups*¹) o en fase de expansión. En España, el 91% de las empresas respaldadas con estos fondos son empresas con menos de 100 trabajadores, el 58% se encuentra en una fase avanzada de desarrollo del negocio y el 76% pertenece al sector de las TIC y de la tecnología digital. Esta fuente de financiación resulta especialmente atractiva para las compañías con poca historia operativa, ya que, dada su juventud, suelen tener pocas perspectivas de acceder a otros tipos de financiación más tradicionales. Además, las gestoras de capital riesgo no solo proporcionan una inyección de capital a las empresas en las que invierten, sino que también ofrecen experiencia y asesoramiento técnico, la profesionalidad de un equipo directivo con conocimientos de gobernanza corporativa y un seguimiento minucioso del negocio, puesto que su principal objetivo es que la empresa en la que han invertido crezca y se revalorice, para poder obtener un retorno que compense el riesgo en el que se ha incurrido. Otra ventaja de esta fuente de financiación es que es más estable a lo largo del ciclo que fuentes de financiación tradicionales como la deuda o el crédito.

Muchos estudios académicos han analizado los beneficios del capital riesgo sobre la economía y el tejido empresarial de un país. Básicamente, el impacto de este tipo de financiación se traduce en un aumento de la innovación, la productividad y la competitividad. Por un lado, las empresas respaldadas con capital riesgo son más eficaces a la hora de asignar recursos a la investigación y el desarrollo. Por ejemplo, un euro invertido en I+D por estas empresas es hasta nueve veces más efectivo, en términos de probabilidad de generar una nueva patente, que un euro invertido por empresas no respaldadas con capital riesgo.² En cuanto a la productividad, un estudio³ sobre distintas compañías estadounidenses halló evidencia de que las que estaban respaldadas con capital riesgo experimentaron un aumento de la productividad en los dos primeros años de

la inversión 2 p. p. superior a las que carecían de apoyo. Finalmente, al ser empresas con alto contenido tecnológico y fuerte potencial de crecimiento, son más proclives a la internacionalización. De hecho, estas empresas se conciben desde un inicio con una visión global, y la participación de los fondos de capital riesgo les permite alcanzar el tamaño necesario para que sea posible.

Si bien los beneficios de la financiación a través del capital riesgo parecen claros, en España este mercado todavía está poco desarrollado. La inversión de *venture capital* en empresas españolas fue de 280 millones de euros (un 0,03% del PIB) en 2014, claramente por debajo de los volúmenes de EE. UU., del 0,17% del PIB. Sin embargo, es importante subrayar que, a pesar de ser cifras modestas, se han restaurado los niveles de 2011 gracias al incremento del número de fondos internacionales atraídos por las empresas españolas en fase de desarrollo. Asimismo, estos avances también se apoyan en un contexto económico muy favorable para el país, en una abundante liquidez global que facilita la financiación de nuevas inversiones y la dinamización de la industria de capital riesgo por parte de los fondos públicos. Concretamente, destaca el fondo de fondos del Gobierno FOND-ICO Global, que ha distribuido un total de 755 millones de euros desde su creación en 2013. Sin embargo, a pesar de todos los apoyos mencionados, todavía es un mercado muy joven en España, por lo que esperamos que vaya ganando peso en los próximos años, a medida que los fondos de pensiones inviertan en fondos de capital riesgo, como ya ocurre en otros países, y a medida que las gestoras de estos fondos alcancen la madurez y dispongan de una trayectoria de éxitos.

En resumen, considerando las ventajas que pueden ofrecer los fondos de capital riesgo a ciertos sectores de la economía con alto potencial de crecimiento, todas las iniciativas que potencien el desarrollo de este mercado, como la reciente iniciativa de la Comisión Europea en el marco de la UMC, son más que bienvenidas.

Inversión de capital riesgo según fase de desarrollo y sector de la empresa

Millones de euros



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo).

1. Las empresas en etapa semilla son las que acaban de nacer y cuyos productos están en fase de definición. Las *start-ups* son las empresas de reciente creación que no han empezado la producción y distribución del producto.
 2. Popov, A. y Roosenboom, P. (2009), «Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe», ECB.
 3. Davis, S. *et al.* (2009), «Private Equity, Jobs and Productivity», Globalization of Alternative Investments Working Papers, World Economic Forum.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15
Industria									
Consumo de electricidad	-2,1	-0,1	1,0	0,4	-1,6	1,2	0,3	-0,6	...
Índice de producción industrial	-1,5	1,3	2,6	0,6	0,3	1,5	2,3	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-13,9	-7,1	-8,2	-5,7	-5,3	-3,2	0,2	1,4	1,2
PMI de manufacturas (valor)	48,5	53,2	53,4	53,1	53,7	54,4	54,2	55,8	...
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. de 12 meses)	-36,3	-7,7	-11,2	-2,1	4,0	12,1	15,7	...	...
Compraventa de viviendas (acum. de 12 meses)	0,4	-5,6	-8,5	-5,1	0,3	8,9	9,8	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	5,8	7,2	7,8	7,6	5,4	5,2	2,8	6,8	...
PMI de servicios (valor)	48,3	55,2	55,7	56,7	54,3	56,7	60,3	58,4	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-3,7	1,0	0,7	0,4	2,9	2,5	3,8	3,3	...
Matriculaciones de automóviles	5,6	18,4	23,2	17,0	21,7	31,4	3,2	14,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-25,3	-8,9	-6,1	-7,9	-9,6	-0,6	3,6	1,5	-0,4

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

Indicadores de empleo

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-4,3	0,1	0,0	0,6	0,9	1,5	2,0	2,3
Construcción	-12,1	-1,6	-2,3	-0,5	1,6	4,6	5,6	6,0
Servicios	-2,0	2,2	2,2	2,6	2,8	3,5	3,8	3,8
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	1,4	1,4	1,9	2,3	3,0	3,8	3,9
No asalariados	-0,6	2,2	2,3	2,5	2,5	2,4	2,3	2,2
TOTAL	-3,2	1,6	1,5	2,0	2,3	2,9	3,5	3,6
Población ocupada²	-2,8	1,2	1,1	1,6	2,5	3,0	-	...
Contratos registrados³								
Indefinidos	-14,2	18,8	24,0	21,5	23,0	24,1	0,7	7,5
Temporales	6,4	13,1	14,2	11,1	7,7	12,2	12,2	7,9
TOTAL	4,0	13,4	15,0	11,8	8,8	13,2	11,1	7,9
Paro registrado³								
Menores de 25 años	-6,2	-8,2	-10,9	-5,5	-6,9	-9,8	-8,2	-9,1
Resto de edades	3,7	-5,3	-5,9	-5,9	-5,7	-6,1	-7,4	-7,7
TOTAL	2,7	-5,6	-6,4	-5,9	-5,8	-6,5	-7,5	-7,8

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

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

Precios

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15	06/15
General	1,4	-0,1	0,2	-0,3	-0,5	-1,0	-0,6	-0,2	0,1
Subyacente	1,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	...
Alimentos sin elaboración	3,6	-1,2	-2,3	-4,1	0,8	0,3	0,2	2,3	...
Productos energéticos	0,1	-0,8	2,4	-0,2	-4,3	-9,7	-7,2	-6,4	...

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	03/15	04/15
Comercio de bienes								
Exportaciones (variación interanual)	5,2	2,5	-2,0	4,8	4,3	4,4	12,5	6,5
Importaciones (variación interanual)	-1,3	5,7	3,7	7,3	5,0	2,5	6,3	6,3
Saldo corriente	15,1	8,4	8,1	7,0	8,4	10,3	10,3	10,8
Bienes y servicios	35,7	26,9	29,1	27,5	26,9	28,3	28,3	28,4
Rentas primarias y secundarias	-20,6	-18,5	-21,1	-20,5	-18,5	-18,0	-18,0	-17,6
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	22,0	12,9	14,5	12,8	12,9	14,0	14,0	14,7

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

Sector público

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	05/15
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-6,8	-5,8	-3,3	-3,6	-5,8	-0,7	-	...
Estado ¹	-4,8	-3,8	-2,5	-3,1	-3,8	-0,9	-1,1	-2,0
Comunidades autónomas	-1,5	-1,7	-1,0	-1,0	-1,7	-0,2	-0,3	...
Corporaciones locales	0,5	0,5	0,1	0,3	0,5	0,1	-	...
Seguridad Social	-1,1	-1,1	-0,1	0,0	-1,1	0,3	0,3	...
Deuda pública (% PIB)	92,1	97,7	96,4	96,8	97,7	98,0	-	...

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 la IGAE, el Ministerio de Hacienda y el Banco de España.

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2013	2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	04/15	Saldo 04/15 ¹
Financiación a los sectores no financieros²								
Sector privado	-8,2	-4,9	-5,0	-4,4	-4,6	-5,0	-4,5	1.684,0
Empresas no financieras	-10,6	-4,8	-4,9	-3,9	-4,7	-5,6	-4,9	946,6
Hogares ³	-5,0	-5,1	-5,2	-5,0	-4,6	-4,2	-4,1	737,4
Administraciones públicas ⁴	16,8	6,9	6,6	5,9	6,7	5,0	4,4	1.032,5
TOTAL	-1,1	-0,9	-1,1	-0,9	-0,7	-1,4	-1,3	2.716,5
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	2,1	-0,9	-0,8	-1,2	-1,7	-1,3	-0,5	1.156,2
A la vista	4,2	10,8	7,4	13,6	14,8	17,9	21,7	348,0
De ahorro	-0,1	5,8	5,9	6,9	6,8	10,5	12,0	228,5
A plazo	1,7	-7,6	-6,1	-9,4	-11,3	-13,5	-14,6	557,3
En moneda extranjera	16,8	1,1	0,1	0,3	5,2	8,9	11,2	22,5
Resto del pasivo ⁵	-16,8	-8,2	-8,3	-6,8	-6,8	-11,4	-13,0	109,0
TOTAL	-0,2	-1,7	-1,6	-1,7	-2,2	-2,3	-1,7	1.265,2
Tasa de morosidad (%)⁶	13,6	12,5	13,1	13,0	12,5	12,1	12,0	-
Tasa de cobertura (%)⁶	58,0	58,1	59,4	59,1	58,1	58,5	58,7	-

Notas: 1. Miles de millones de euros. 2. Residentes en España. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Total de pasivos (consolidados). Se deducen los pasivos entre AA. PP. 5. Balance agregado según los estados de supervisión. Incluye transferencias de activos, pasivos financieros titulizados, cesión temporal de activos y depósitos subordinados. 6. Dato fin de periodo.

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

LA ECONOMÍA DIGITAL

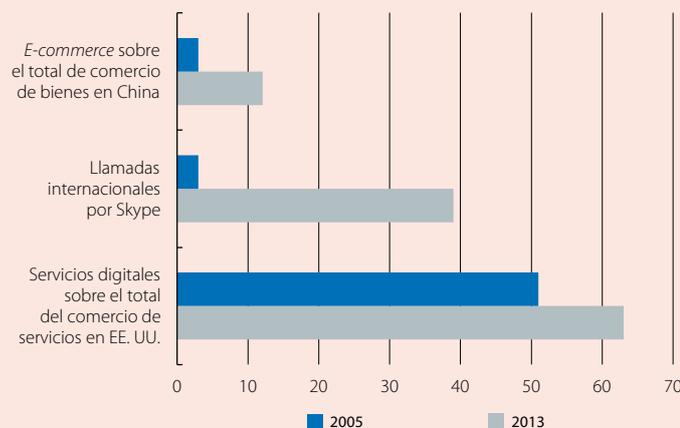
La economía digital: la revolución global de los datos

Año 1800. John Adams, segundo presidente de los Estados Unidos de América, firma una ley en la que se decide la creación de una biblioteca que contenga «tantos libros como sean necesarios para el Congreso». En 1815 forman la Biblioteca del Congreso 6.487 libros. En la actualidad, cuenta con 158 millones de documentos, entre ellos 32 millones de libros. Su función ya no se limita a satisfacer la demanda de información de los congresistas, sino que, desde mediados del siglo XIX, actúa como depósito legal del país. Es, por tanto, un repositorio de prácticamente todo lo que se ha publicado en EE. UU. en los últimos 150 años. Bajo cualquier parámetro de medida, una cantidad ingente de información. Pues bien, Walmart, el gigante norteamericano de la

distribución, gestiona una cantidad de información equivalente a la de la biblioteca por sí solo y en 22 segundos. No es un error: cada hora tienen lugar en Walmart un millón de transacciones, cuya información se integra en las bases de datos de la empresa.¹ Impresionante como es la cifra, palidece cuando se amplía el foco. En 2013, IBM estimaba que el 90% de los datos disponibles en el mundo en ese momento se habían creado en los últimos dos años. En la misma línea, Eric Schmidt, CEO de Google, afirmaba en 2010 que cada dos días se generaba una cantidad de información equivalente a la creada desde el inicio de los tiempos hasta 2003. Son cifras de un orden de magnitud que sugiere el nacimiento de una forma revolucionaria de crear y de gestionar la información. El nuevo paradigma deriva de la digitalización de la información, es decir, del proceso de codificarla en formato digital. Una vez digitalizada, se puede reproducir y difundir a un coste marginal prácticamente nulo: la explosión de la información está servida.

Componente digital de los flujos internacionales seleccionados

(% sobre el total)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de McKinsey Global Institute.

Es impensable que este cambio de paradigma de la información no tenga efectos económicos y también, lógicamente, sobre la empresa.² Para aproximarse conceptualmente a esta cuestión es preciso definir qué se entiende por economía digital: es aquella caracterizada por el uso de tecnologías digitales y que, según una acepción ampliamente empleada, la de Mesenbourg (2001), pivota sobre tres pilares básicos: las infraestructuras (*hardware*, *software*, redes, etc.), los procesos organizativos (el *e-business*) y los flujos de bienes y servicios (el *e-commerce*).³

Así definida, la economía digital está permeando, en mayor o menor medida, en prácticamente todas las empresas, puesto que utilizan las tecnologías digitales en muchos elementos de su cadena de valor. Sin embargo, todavía hay grados en este proceso, a partir de los cuales se pueden identificar teóricamente tres grupos de sectores o empresas. Los sectores que denominaremos «puros» son aquellos cuya razón de ser es la economía digital. Se han creado en este entorno, no se podrían concebir sin la digitalización y se desenvuelven íntegramente en el mundo digital. Empresas como Google o Facebook ejemplifican esta categoría. A un segundo grupo lo hemos bautizado como sectores «revolucionados». Son aquellos que, aunque existían antes de la revolución digital, han sufrido una transformación total con la digitalización, tanto en lo que se refiere a su producto básico como a los elementos restantes de la cadena de valor. Encajan en esta categoría sectores como las telecomunicaciones, la edición, la educación, los medios de comunicación o la música. Finalmente, las empresas cuya cadena de valor no se ha visto alterada en lo esencial son las que denominamos «tradicionales».

Los sectores puros y los revolucionados comparten tres aspectos económicamente relevantes: *i*) el coste de producir una unidad adicional se ha reducido muchísimo, hasta situarse, en algunos casos, en valores cercanos a cero; *ii*) el coste de acceso a sus productos también ha disminuido drásticamente y *iii*) el coste de distribución y de transporte es igualmente mucho menor de lo que

1. Véase «Data, data everywhere: A special report on managing information». The Economist, 27 de febrero de 2010.

2. Sobre el impacto económico en términos agregados, véase el artículo «La era digital y su papel en la economía» del presente Dossier. Por lo que se refiere a los efectos sectoriales y empresariales, la cuestión se ha revisado en el artículo «Digitalizarse o morir: la transformación digital de industrias y empresas» del presente Dossier.

3. Véase Mesenbourg, T. L. (2001), «Measuring the Digital Economy», US Bureau of the Census.

era habitual. De hecho, en muchos productos puros o revolucionados la distinción entre acceso y distribución es irrelevante: una vez producidos, una *app* o un libro digital pueden descargarse (y la descarga es acceso y distribución al unísono) en el mundo entero a coste prácticamente cero.

Los datos muestran que la importancia de los sectores puros y revolucionados está aumentando de manera significativa. En particular, se dispone de numerosa evidencia de que el crecimiento de los flujos de datos globales está siendo substancial. Según un estudio de McKinsey,⁴ los flujos de datos internacionales se han multiplicado por siete entre 2008 y 2013. El dato, aunque colosal, queda superado ampliamente por el aumento del tráfico transfronterizo de internet, que se multiplicó por 17 entre 2005 y 2012. Siendo como es una evidencia indiscutible de la concreción del cambio de paradigma de la información a nivel internacional, la conclusión definitiva se obtiene cuando se analizan los datos desde el punto de vista de los productos y los sectores. McKinsey (2014) identifica el componente digital de distintos flujos globales mediante ejemplos concretos y constata que su peso ha aumentado de forma considerable en los bienes, pero sobretodo en los servicios y en los datos y las comunicaciones. No es aventurado afirmar que los sectores puros y revolucionados están concretándose a escala mundial en los flujos de los dos últimos ámbitos, indudablemente más digitalizables que los bienes, probablemente el último reducto de los sectores tradicionales (al menos por el momento, ya que el internet de las cosas promete sacudirlos también).⁵

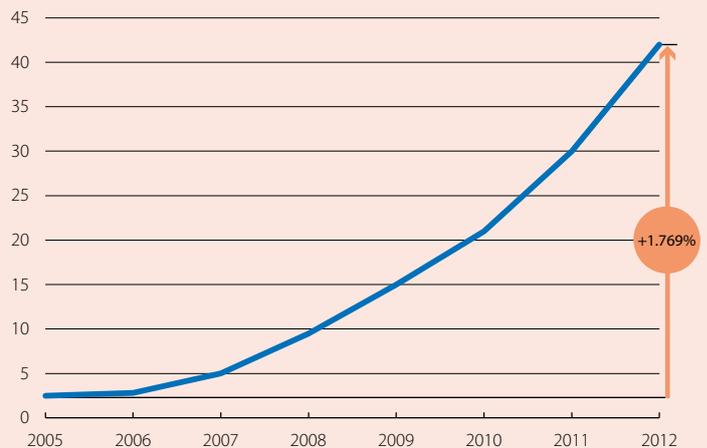
Para acabar, ampliemos algo el foco de análisis y reflexionemos sobre qué significa este aumento sustancial de los flujos globales de datos e información en términos de globalización. En particular, ¿implica esta nueva metamorfosis de la globalización (que ha pasado en poco más de medio siglo de ceñirse a los movimientos de bienes y personas a incluir capitales y, ahora, contenidos digitales) que el mundo es ya, definitivamente, «plano»? Un mundo plano, según la acepción que popularizó en su día Thomas Friedman, es aquel en el cual las distancias y las barreras geográficas se han empequeñecido de forma abismal. Un mundo, en definitiva, altamente globalizado. Hasta la fecha, la conclusión de Friedman se podía considerar una descripción parcial de la realidad. Pankaj Ghemawat ha defendido sólidamente que la globalización no es tan amplia como a veces se da por supuesta. Según sus métricas, la mayoría de flujos de bienes, capitales, personas e información son domésticos: solo entre el 10%-20% de los flujos son internacionales y, de estos, un 40% se producen en el seno de una región de tamaño continental, y no global.⁶ El mundo sería, en todo caso, plano por regiones. Con todo, y aceptando el punto de partida de globalización parcial o regional, las cifras de crecimiento de los flujos de información transfronterizos son de un alcance tal que, en el ámbito de la economía digital, quizás el mundo será menos rugoso mucho antes de lo que imaginamos. Porque en el tiempo en que usted ha leído este artículo (en el caso de un lector promedio, en menos de 10 minutos), Walmart ha gestionado aproximadamente 20 nuevas Bibliotecas del Congreso, y no es descabellado pensar que algo de este proceso de generación, almacenamiento y uso de la información va a desbordar las fronteras nacionales. Y ese algo, visto el volumen mencionado, no va a ser precisamente pequeño.

Àlex Ruiz y Gerard Masllorens

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Tráfico transfronterizo de internet

(Terabits por segundo)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de McKinsey Global Institute.

4. Véase «Global flows in a digital age: How trade, finance, people, and data connect the world economy», McKinsey Global Institute, abril de 2014.

5. El internet de las cosas o de los objetos se refiere a la interconexión digital de objetos físicos con internet. Para más información sobre este tema, véase el artículo «Digitalizarse o morir: la transformación digital de industrias y empresas» en este mismo Dossier.

6. Véase Ghemawat, P., Altman, S. (2014), «DHL Global Connectedness Index: Analyzing global flows and their power to increase prosperity».

La era digital y su papel en la economía

La revolución industrial marcó un punto de inflexión en la historia económica: de un estancamiento económico de varios siglos se pasó a un crecimiento sostenido de la renta per cápita y a una mejora de los estándares de vida de la sociedad. Este cambio sin precedentes permitió que, por ejemplo, el PIB per cápita de los EE. UU. creciera cerca de un 50% en medio siglo. Si bien es un avance mayúsculo, el PIB per cápita aumentó en la misma magnitud en la mitad de tiempo a partir de 1980, aupado en parte por la proliferación de las tecnologías digitales. Estas cifras corroboran la dimensión y la velocidad del efecto de la revolución digital sobre la sociedad, la nueva revolución que está y seguirá cambiando las estructuras de la economía tal y como las conocemos. Procedamos a analizar con mayor detalle el impacto macroeconómico de la revolución digital y cuáles son los determinantes para la creación del ecosistema que sirve de base para la expansión digital.

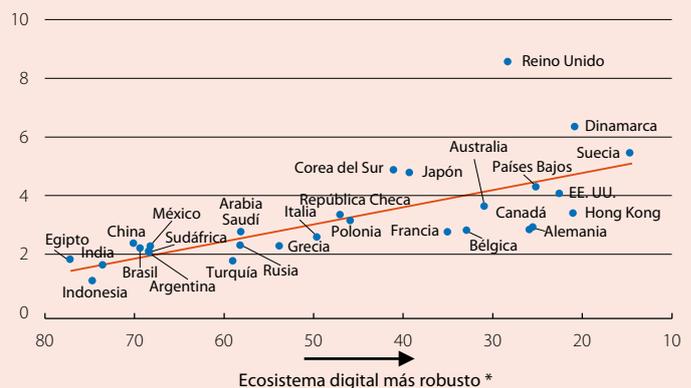
Los efectos positivos de la economía digital se observan en innumerables dimensiones, desde un incremento de la actividad económica hasta una mejora de la calidad de vida de la sociedad. El buque insignia de la revolución digital ha sido la invención de internet, que ha posibilitado interconectar el mundo e impulsar la globalización. A modo de ejemplo para cuantificar la importancia de la revolución digital para la economía, el peso de internet y de los sectores relacionados¹ alcanzó el 3,4% del PIB en 2009 para un conjunto de 13 países.² Con esta cifra, internet supera a sectores clásicos como la agricultura, los servicios de suministros o la educación, y se convierte en uno de los principales motores del crecimiento económico con una contribución de 7 p. p. en los 15 años anteriores a la crisis. El papel que ha asumido internet y el resto de tecnologías digitales en la actividad económica no solo se ha materializado en los sectores «puros» nacidos en la revolución digital (por ejemplo, Google o Facebook), sino que su impacto ha ido más allá y ha afectado a todos los sectores. Según un informe de la OCDE,³ el capital de las tecnologías de la información (TIC) contribuyó a aumentar el valor añadido del conjunto de los sectores de la economía entre 0,4 y 1,0 p. p. anuales entre 1995 y 2007. Además del efecto directo de este capital como factor productivo, la digitalización también ha influido notablemente en mejorar la productividad total de los factores, permitiendo generar mayor producción con las mismas unidades de capital y trabajo.

Estas cifras resultan aún más impresionantes si tenemos en consideración que se basan en datos de contabilidad nacional, una estadística que no refleja íntegramente todos los beneficios que internet y la digitalización reportan a la sociedad. Esta limitación se debe al hecho de que el PIB solo captura la producción de bienes y servicios cuando se produce un intercambio monetario, por lo que los bienes y servicios gratuitos quedan excluidos de esta métrica. Dado que la digitalización seguirá presionando a la baja el coste marginal de la producción de muchos bienes y servicios y, por tanto, su precio, el error de medición del PIB seguirá aumentando y cada vez será un reflejo peor del bienestar de la sociedad. A modo de ejemplo para la economía estadounidense, un estudio⁴ cuantifica el valor de estos servicios digitales gratuitos calculando cuánto dinero debería recibir un consumidor para que su nivel de bienestar sin el uso de estos servicios fuese equivalente: la cifra alcanza los 106.000 millones de dólares anuales, en promedio, entre 2007 y 2011, lo que correspondería a un aumento de 0,7 p. p. del PIB.

La expansión de la economía digital de un país es solo posible si dispone de un ecosistema digital robusto. Concretamente, el desarrollo de la economía digital depende de tres factores: de las infraestructuras digitales, del capital humano y de la calidad institucional. De la misma manera que tuvieron un papel esencial en la primera revolución industrial con la invención del telégrafo, que facilitó la distribución de la información, o con la red de ferrocarriles, que cambió radicalmente el transporte, las infraestructuras también son cruciales para la revolución digital. Se entiende como infraestructuras digitales el conjunto de infraestructuras necesarias para dar soporte al negocio digital, incluidas las empresas que produ-

Relación entre la robustez del ecosistema digital y la importancia de la economía digital

Valor añadido bruto de la economía digital en 2013 (% del PIB)



Nota: * Basado en el índice e-friction en 2013, índice que mide las fricciones que limitan el ecosistema digital (a nivel de infraestructuras, industria, individuos e información).

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Boston Consulting Group.

1. Incluye actividades web, de proveedores de servicios de telecomunicaciones, de empresas de *software* y *hardware*, y similares.

2. Estudio de McKinsey Global Institute, «Internet matters: The Net's sweeping impact on growth, jobs, and prosperity». Los países analizados son Alemania, Canadá, EE. UU., Francia, Italia, Japón, Reino Unido, Rusia, China, India, Brasil, Suecia y Corea del Sur.

3. Spiezia, V. (2012), «ICT investments and productivity: measuring the contribution of ICTs to growth», OECD Journal: Economic Studies, Vol. 2012/1.

4. Brynjolfsson y Oh, «The attention economy: measuring the value of free digital services on the internet», 33rd international conference on information systems, 2012.

cen *hardware* y *software*, las redes de comunicaciones y los proveedores de servicios y de contenido digital. Si bien estas infraestructuras ya están desarrolladas en la mayoría de las economías avanzadas, en algunos países todavía queda terreno por recorrer para eliminar las fuentes de fricción que limitan el crecimiento potencial de la economía digital. La limitación más compleja es la disponibilidad del espectro de radiofrecuencia móvil (la red a través de la cual viaja el tráfico de datos móvil). Es necesario que la asignación del espectro se unifique dentro de la Unión Europea, lo que satisfaría el creciente aumento del tráfico de datos de los servicios móviles y facilitaría la competencia y la eficiencia de esta industria.⁵ Otro de los obstáculos que restringe el crecimiento de la economía digital en algunos casos es la falta de inversión en sus infraestructuras, lo que pone de relieve el reciente debate sobre quién debería hacer frente a los costes, los proveedores de las redes de comunicación o los proveedores de contenido digital, que también salen beneficiados.

La falta de inversión no solo se observa en las infraestructuras que dan soporte a la economía digital, sino también en el I+D digital. Concretamente, en España, la inversión en investigación y en el desarrollo de las TIC se encuentra muy por debajo del resto de países de la eurozona. Esta reducida capitalización en las tecnologías de la información se puede explicar por tres factores: el mayor peso de las empresas pequeñas, que tienen una menor propensión a innovar; el limitado desarrollo de los mercados financieros alternativos, como el de capital riesgo (ampliamente usado por nuevas empresas de base tecnológica) y la formación relativamente baja de los trabajadores.

El segundo pilar del ecosistema digital es el capital humano. Mientras que durante la primera revolución industrial se requirió abundante mano de obra no especializada para trabajar en las fábricas, en la nueva revolución digital la calidad del capital humano cobra relevancia. Los conocimientos de las TIC y de internet se han convertido en un requisito básico para la mayoría de ocupaciones. Concretamente, en 2012, el 55% de los puestos de trabajo en España exigían conocimientos básicos de informática. El cambio en las características de la demanda de trabajo podría acentuar la polarización laboral y dificultar la búsqueda de empleo, especialmente para aquellos trabajadores con baja cualificación y con habilidades asociadas a sectores muy específicos, como la construcción.

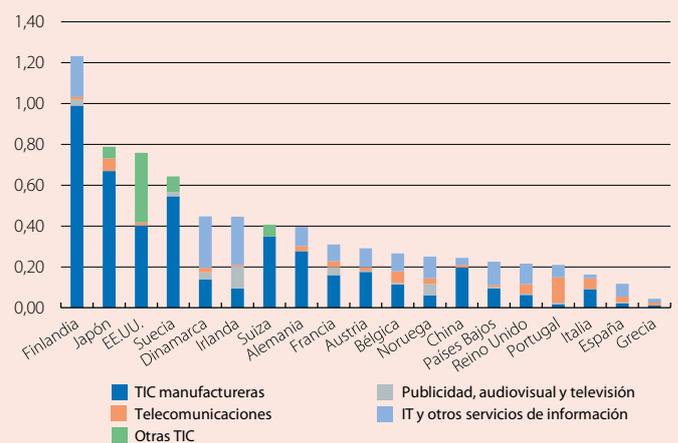
Finalmente, el último pilar del ecosistema digital es la calidad institucional. Siguiendo con el paralelismo de la revolución industrial, un elemento clave de su éxito fue que el régimen legal garantizaba el derecho a la propiedad privada y proporcionaba los incentivos adecuados a todos los agentes económicos. En la actualidad, la función de las instituciones debe seguir siendo la de establecer las reglas del juego y, en particular, la de salvaguardar algunos derechos que cobran importancia en la economía digital, como la protección de la privacidad y la propiedad intelectual, a la vez que asegurar un entorno idóneo que promueva la inversión y la innovación en el ecosistema digital (véase el artículo «Los retos del Estado en la nueva economía digital» de este mismo Dossier).

En definitiva, para poder extraer el máximo potencial de la digitalización debe haber un compromiso hacia el crecimiento a largo plazo de la economía digital, en el que se eliminen los impedimentos a la expansión de sus infraestructuras y se modernicen las políticas y las regulaciones, con el fin de incentivar la inversión y la innovación en el ecosistema digital. Consciente de su importancia, la Comisión Europea presentó recientemente una estrategia para un mercado único digital que persigue corregir algunos de estos impedimentos y homogeneizar la regulación a nivel europeo. Probablemente, será la primera iniciativa de muchas. La revolución digital ha llegado para quedarse y transformar la economía tal y como la conocemos.

Ariadna Vidal Martínez
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

I+D según industria de la información

(% del PIB)



Nota: Datos de 2011 excepto para EE.UU., de 2008; Finlandia, Alemania y Suiza, de 2012; y China, de 2009.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE.

5. Véase «Delivering Digital Infrastructure. Advancing the Internet Economy», World Economic Forum y The Boston Consulting Group 2014.

Digitalizarse o morir: la transformación digital de industrias y empresas

La teoría de la evolución de las especies de Charles Darwin se basa en la observación de que los individuos mejor adaptados al medio, que no los más fuertes, tienen más probabilidades de sobrevivir. Las nuevas tecnologías digitales han transformado de forma radical el contexto en el que se desenvuelven las empresas, de manera que, aplicando la teoría evolutiva al mundo empresarial, se puede afirmar que solo sobrevivirán aquellas que mejor se adapten al nuevo entorno digital. Analizamos a continuación cómo la transformación digital las está afectando.

Si bien todas las empresas, sin excepción, tarde o temprano deberán acomodarse al nuevo entorno, lo cierto es que la irrupción de la digitalización no ha afectado del mismo modo a los distintos sectores de actividad ni les ofrece las mismas oportunidades (véanse el primer gráfico y el artículo «La economía digital: la revolución global de los datos» del presente Dossier para una taxonomía de sectores según el grado de impacto de la economía digital). En primer lugar, encontramos los sectores denominados «puros» o «nativos», con un modelo de negocio que está concebido para desarrollarse en un entorno digital. A continuación, están las industrias que denominamos «revolucionadas», como la música o los medios de comunicación, cuyos modelos de negocio quedaron desplazados por la irrupción de las nuevas tecnologías. En estos sectores, internet propició la aparición de nuevas empresas digitales, con modelos de negocio totalmente innovadores, al mismo tiempo que revolucionaba las empresas existentes, que experimentaron una transformación radical de todas las etapas de su cadena de valor, desde la producción, la distribución y la política de precios, hasta la relación con el consumidor y la publicidad. En este sentido, se podría afirmar que la metamorfosis digital de estos sectores, en gran medida, ya ha tenido lugar.

Industrias más afectadas por la transformación digital

(% de ejecutivos que indican un impacto elevado)



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

Más recientemente se observa cómo la digitalización se va extendiendo de manera imparable al resto de sectores productivos, que dejan de ser «tradicionales» y se suman a los «revolucionados», un signo irrefutable de que la economía digital está llegando a su madurez. De este modo, el patrón disruptivo de la tecnología digital se observa en cada vez más sectores, incluyendo la industria manufacturera, la agricultura, la energía o la salud. Si bien es cierto que la tecnología digital no afecta a la esencia de estas industrias, la adopción de las nuevas tecnologías se ha vuelto imprescindible para seguir mejorando la eficiencia del proceso productivo y la competitividad empresarial. Así, el uso del *big data*,¹ el *cloud computing*² o las redes sociales ya no es una competencia exclusiva de aquellas empresas que se desenvuelven en el mundo digital, sino que los sectores económicos más tradicionales también están aprovechando las oportunidades que ofrece la digitalización para aumentar su productividad. Un estudio de The Boston Consulting Group³ así lo muestra:

las empresas líderes en el uso de *big data* generan un 12% más de ingresos que las que no lo utilizan.

Las aplicaciones de la tecnología digital en los sectores tradicionales son múltiples y tienen el potencial de mejorar un sinnúmero de procesos que se llevan a cabo en el seno de toda empresa. Las fábricas inteligentes (*smart factories*) son un caso paradigmático. Estas fábricas usan el *big data* para tener un control total del flujo de información generado en tiempo real en la planta de producción y los puntos de venta (véase el segundo gráfico). Esta información se analiza con técnicas estadísticas avanzadas para mejorar la toma de decisiones en las distintas etapas de la cadena de valor, unas decisiones que en muchos casos no requieren intervención humana, sino que se toman de forma automatizada. Sirva de ilustración el caso de un importante productor y distribuidor textil, que ajusta la mercancía que distribuye a cada tienda en función de la demanda específica de cada localización, por ejemplo, mediante un algoritmo que predice las tallas que más se venden en cada tienda. Otra innovación que ha revolucio-

1. *Big data* se refiere a los sistemas de información que manipulan grandes conjuntos de datos.

2. La computación en la nube se refiere a la práctica de transferir servicios informáticos, como las aplicaciones informáticas o el almacenamiento de datos, a una localización remota y accesible a través de internet.

3. «A Digital Disconnect in Innovation?» The Boston Consulting Group, octubre de 2014.

nado la industria manufacturera, entre otros sectores, es la proliferación del denominado «internet de las cosas».⁴ La instalación de sensores en la maquinaria y en los distintos componentes del producto generan información valiosa sobre el desempeño de los diferentes dispositivos y los tiempos muertos entre procesos. Ello permite optimizar en tiempo real el proceso productivo, reduciendo la necesidad de *stock* y maximizando la producción con los recursos disponibles. Así pues, el reto al que se enfrentan las empresas consiste en capturar el valor potencial que ofrece la digitalización, por lo que deben desarrollar los sistemas para procesar la ingente cantidad de datos que manejan y la capacidad de utilizarlos.⁵

Además de la información generada en el seno de la empresa, cada vez cobra más importancia la necesidad de integrar los sistemas de información propios con los de proveedores y clientes. Un aspecto crítico es disponer de una estructura productiva lo suficientemente flexible como para poder adaptarse rápidamente a los cambios de preferencias de los consumidores finales. Así, en un contexto en el que las cadenas de valor están cada vez más globalizadas y fragmentadas, la utilización de datos sobre las empresas clientes (por ejemplo, sobre su nivel de inventarios o sobre su política de precios y de promociones) puede mejorar la predicción de la demanda y, por tanto, optimizar la planificación de la producción. Por otra parte, la información posventa también puede ser muy valiosa para diseñar nuevos productos más acordes con las preferencias de los consumidores. Por ejemplo, los datos obtenidos a partir de sensores sobre el uso de las distintas características de un producto permiten centrar los esfuerzos en mejorar las más usadas por los consumidores al mismo tiempo que se eliminan las menos usadas para reducir costes.

La adopción de las tecnologías digitales conlleva además importantes cambios organizativos dentro de las empresas. Las grandes empresas multinacionales se están transformando en organizaciones globalmente integradas que especializan las unidades productivas de diferentes lugares del mundo para aprovechar ventajas de costes, disponibilidad de habilidades o acceso a recursos naturales. Los avances en las tecnologías de información e inteligencia empresarial permiten controlar el desempeño en las diferentes sedes, mientras que el uso de herramientas colaborativas y la computación en la nube facilitan la interacción entre los individuos que forman parte de la organización. La digitalización también favorece un cambio organizativo hacia un modelo más flexible y descentralizado. Por ejemplo, las organizaciones en el borde (*edge-based organizations*) están formadas por múltiples unidades autónomas que interactúan directamente con los clientes. Estos equipos se caracterizan por su autogestión, lo que les capacita para adaptarse rápidamente a los cambios del entorno.⁶

La digitalización también ha transformado la forma en que las empresas compiten entre sí. Por un lado, la digitalización ha reducido notablemente los costes de entrada en muchos sectores de actividad, lo que ha incrementado la competencia. Por otro lado, la tecnología digital se caracteriza por las externalidades de red, es decir, el valor que un usuario extrae del consumo de un producto o servicio se incrementa con el número de usuarios de ese producto. En estas circunstancias, es habitual que se confluya hacia una única red, o plataforma o estándar, lo que genera situaciones del ganador que se lo lleva todo o de monopolio natural. Al tener una posición dominante en el mercado, algunas empresas han llevado a cabo algunas prácticas que pueden entrar en conflicto con la ley de defensa de la competencia. Por ejemplo la Comisión Europea tiene abierto actualmente un caso contra Google por favorecer de forma sistemática sus propios productos de comparación de precios en sus páginas de resultados de búsqueda.

En definitiva, las nuevas tecnologías digitales están transformando de forma radical el entorno en el que se desenvuelven las empresas, afectando tanto a las distintas etapas de su proceso productivo como a la forma en que las empresas se relacionan y compiten entre sí. Ante este reto, no hay alternativa: las empresas deben desarrollar una estrategia de transformación digital para asegurar su supervivencia y su desarrollo futuro.

Judit Montoriol Garriga
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Impacto del big data en la cadena de valor

	I+D y diseño de producto	Relación con los proveedores	Producción	Marketing y ventas	Servicio posventa
Bases de datos para mejorar el diseño de productos	✓				
Plataformas de colaboración con los clientes	✓			✓	
Previsiones de demanda y de necesidades de <i>inputs</i>		✓	✓	✓	
Simulaciones de la cadena de producción para optimizarla			✓		
Recogida de datos posventa a través de sensores			✓	✓	✓

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de McKinsey Global Institute.

4. El internet de las cosas o de los objetos (*internet of things*) se refiere a la interconexión digital de objetos físicos con internet.

5. Para más información sobre el uso del *big data* en otros sectores productivos, véase «Big data: the next frontier for innovation, competition and productivity», McKinsey Global Institute, mayo de 2011.

6. Véase «The new digital economy: How it will transform your business» Oxford Economics, junio de 2011.

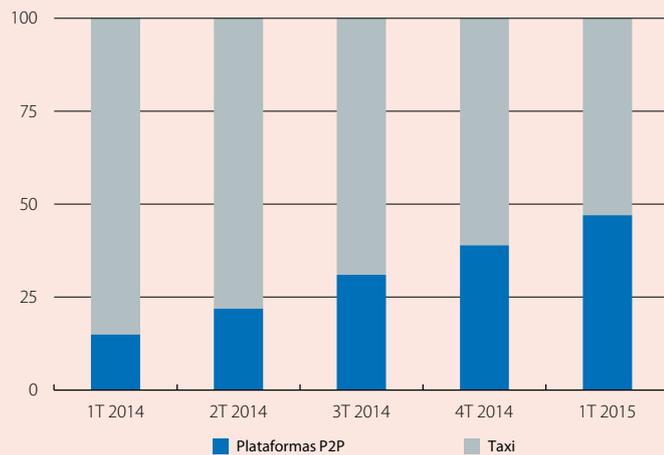
Los retos del Estado en la nueva economía digital

La adopción de las nuevas tecnologías digitales supone una revolución para las empresas y los individuos, que han cambiado la manera en la que se organizan, compran o se relacionan. Estos cambios, sin embargo, conllevan importantes retos para el Estado, puesto que tiene que regular actividades que antes no existían o para las que la regulación actual no está adaptada. En este artículo analizaremos el papel del Estado en términos de competencia, recaudación tributaria y gobernanza global en un mundo digitalizado.

Empezando por el ámbito de la competencia, es importante destacar cómo las nuevas tecnologías digitales pueden reducirla o favorecer situaciones de monopolio. Tradicionalmente, cuando una empresa (tecnológica o no) alcanza una cuota de mercado considerable y dispone de una plataforma estándar líder puede estar tentada a abusar de su posición dominante limitando a la competencia. Los avances tecnológicos en la era digital han facilitado que varios gigantes tecnológicos (Microsoft, Google, Apple, etc.) conquistaran esta situación de ventaja. Sin embargo, las nuevas tecnologías digitales también abren la puerta a la competencia, puesto que permiten la entrada en escena de nuevos competidores, al simplificar el proceso necesario para convertirse en proveedores de bienes y servicios. Por ejemplo, las nuevas aplicaciones para móviles han favorecido las transacciones entre particulares (P2P, por las siglas en inglés de *peer-to-peer*) en sectores regulados como el alquiler de viviendas o el transporte de pasajeros, que han experimentado un auge exponencial en los últimos años.

Viajes en taxi y a través de plataformas P2P en EE. UU.

(% del total de viajes de negocio)



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

El aumento de la oferta como consecuencia de la mejora tecnológica tiene una vertiente positiva para los consumidores, ya que incrementa la competencia existente gracias al mayor número y variedad de bienes y servicios ofrecidos, o a la disminución de su precio. No obstante, esta entrada disruptiva de nuevos actores puede comportar también una competencia desleal hacia los proveedores de servicios ya establecidos que, a diferencia de los últimos en llegar, han tenido que respetar una normativa de seguridad, estándares de calidad o conseguir licencias de actividad, entre otros. La innovación tecnológica posibilita la actividad de estos nuevos agentes y es imposible (y seguramente nada deseable) restringirla completamente. Pero es necesario que cumplan unos requisitos básicos, tanto al inicio del negocio (por ejemplo, la protección del consumidor) como durante el desarrollo de la actividad (por ejemplo, el pago de tributos), y que operen bajo la ley. Por otra parte, la legislación debe adaptarse también a los nuevos modelos de negocio y a las mejoras tecnológicas. Por ejemplo,

para obtener un permiso de transporte de pasajeros se exige pasar una prueba que demuestre un conocimiento exhaustivo del callejero de una ciudad. Sin embargo, los teléfonos móviles con GPS han facilitado que cualquiera pueda trasladar a personas a una dirección precisa sin necesidad de que conozca las calles al dedillo, lo que hace obsoleta esta exigencia (además de facilitar el contacto con los clientes a través de una aplicación P2P). En definitiva, el Estado debe desarrollar un marco normativo más flexible y amplio que dé respuesta a la nueva realidad y que no suponga una restricción a la entrada de nuevos agentes.

Otra cuestión importante en este ámbito es la normativa de protección del consumidor y de estándares de calidad y seguridad, cuyo cumplimiento debe garantizar el Estado, una tarea complicada en una economía digital que, por su naturaleza, no tiene fronteras. La armonización legislativa entre los distintos países de la Unión Europea (UE), y dentro de los mismos, sería una mejora en este sentido, puesto que aumentaría la protección del consumidor a la vez que favorecería la economía digital. En España, por ejemplo, la existencia de distintas legislaciones sobre pisos turísticos según comunidad autónoma, e incluso según municipio, dificulta el control de esta actividad, y también su desarrollo.

En el ámbito de la recaudación tributaria, el reto al que se enfrenta el Estado es conseguir tasar la actividad en la red. Algunas grandes empresas tecnológicas logran reducir su tributación contabilizando sus ventas en países con menores impuestos, en lugar de en los países donde el comprador efectúa la transacción. Asimismo, para evitar pagar impuestos en los países que operan con tributos más altos, transfieren parte de sus beneficios a empresas filiales en países con menor tributación. Para conseguir-

lo, usan un mecanismo de precios de transferencia excesivos que logra traspasar la mayor parte de los beneficios al otro país. La Comisión Europea está analizando la posible distorsión de la competencia de varias ventajas fiscales otorgadas por, entre otros, Irlanda (por el caso de Apple) y Luxemburgo (por el caso de Amazon). Una armonización legislativa, al menos entre países de la UE, reduciría este problema, así como una buena vigilancia de que las transferencias entre filiales cumplen con la legalidad. Por otro lado, parte de los ingresos obtenidos por la prestación de bienes y servicios gracias a los medios digitales no tributan actualmente al no existir una legislación adaptada. Por ejemplo, los conductores que usan aplicaciones de transporte de pasajeros aún no legalizadas no pagan el IVA de sus transacciones. Sin embargo, las plataformas P2P podrían colaborar para mejorar el pago de tributos, puesto que, al facilitar la trazabilidad de las transacciones, dificultan que los intercambios comerciales permanezcan en la economía sumergida.

Finalmente, la tercera área de suma importancia para los Estados es la gobernanza global de los flujos digitales. Utilizar internet como caso de análisis, teniendo en cuenta que está siendo el instrumento a través del cual se está desarrollando gran parte de la globalización digitalizada, permite concretar un debate a veces demasiado genérico. Internet debe su éxito a ser un sistema único y global, en particular sus principales protocolos y sus infraestructuras. Pero en la actualidad hay dos puntos de fricción que podrían erosionar esos principios: la neutralidad de la red y la ciberseguridad.

La neutralidad de la red implica que cualquier dato debe ser tratado por igual, sin discriminarlo por origen o contenido; así, internet se entiende como un servicio único, en lugar de como una red con distintas categorías. En la práctica, esto supone, por ejemplo, prohibir a la empresa propietaria de la infraestructura que cobre para que algunos datos sean transmitidos de forma más rápida. Sin embargo, también reduce los incentivos a innovar e invertir de las empresas, puesto que pierden un mecanismo a través del cual podrían monetizar su inversión. Los usuarios individuales desean acceder a toda la información sin filtros, pero también desean mejoras e innovación en las infraestructuras que utilizan, al menor coste posible.

Finalmente, la ciberseguridad es una cuestión crítica para los Gobiernos: la magnitud del cibercrimen es ya equiparable en volumen a la del tráfico de drogas.¹ No es fácil conciliar la seguridad en internet (que debería ser deseable para todas las partes) con el control de internet para garantizar la seguridad nacional e internacional. Para algunos Estados, la red puede constituir un riesgo político o pueden querer utilizarla como un mecanismo de control de la ciudadanía. En cualquier caso, la instrumentalización de internet para alcanzar objetivos de política nacional daña su integridad y su funcionalidad. Una solución bastante cercana a la óptima desde un punto de vista teórico sería crear una zona neutral donde las principales conexiones troncales de internet (el *backbone*) estuvieran «gobernadas» por un organismo multilateral que incluyera todos los agentes (Gobiernos, empresas, consumidores, etc.). Sin embargo, la puesta en práctica de esta solución parece difícil debido a los distintos intereses económicos y a las divergencias políticas de las partes implicadas.

En resumen, si bien las innovaciones tecnológicas suponen un importante avance para la sociedad, también son una fuente de retos cruciales para los Estados. Es importante que las regulen adecuadamente para incrementar el bienestar teniendo en cuenta las preferencias de la población. Pero sería un error que un exceso de regulación o una regulación desfasada coartaran las posibilidades de crecimiento que conllevan.

Josep Mestres Domènech
Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Plazas de alojamiento urbano en establecimientos reglados y a través de plataformas P2P en España (1T 2015)

(Número de plazas, miles)



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

1. Javier Solana, «Cyber War and Peace», Project Syndicate, 30 de abril de 2015.



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

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"

¿Por qué Europa genera poco crecimiento y empleo?

Jordi Gual

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

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 2014

Actividad financiera

	MILLONES €
Recursos de clientes	271.270
Créditos sobre clientes	195.809
Resultado atribuido al Grupo	622

Actividad comercial y medios

Clientes (millones)	13,4
Empleados	32.590
Oficinas en España	5.251
Terminales de autoservicio	9.544

Obra Social: presupuesto por actividades para 2015

	MILLONES €
Sociales	336
Ciencia y medio ambiente	56
Culturales	67
Educativas e investigación	41
TOTAL PRESUPUESTO	500

Publicaciones

Todas las publicaciones de "la Caixa" Research están disponibles en internet



"la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

Síguenos en Twitter para estar al día de las últimas novedades de "la Caixa" Research.

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 CaixaBank 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 CaixaBank no garantiza la exactitud de la misma ni se responsabiliza de los errores u omisiones que contenga. Las opiniones y previsiones son propias de CaixaBank y están sujetas a cambios sin notificación previa.

© CaixaBank, S.A., 2015

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

