

IM04

INFORME MENSUAL

NÚMERO 378 | ABRIL 2014



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
El resurgir de las salidas a bolsa

ECONOMÍA INTERNACIONAL
A vueltas con el hard landing en China

UNIÓN EUROPEA
La estrategia del BCE a debate

ECONOMÍA ESPAÑOLA
La importancia del capital que no se ve

DOSSIER: MERCADO LABORAL: CAMBIOS ESTRUCTURALES Y CRISIS ECONÓMICA

*Tendencias globales de los salarios:
¿volveremos a la normalidad tras la crisis?*

Mecanismos de ajuste del empleo

Las recesiones y los ajustes de la tecnología

*La reducción de la población activa
estadounidense: ¿jubilados o desanimados?*

INFORME MENSUAL

Abril 2014

"la Caixa"

ESTUDIOS Y ANÁLISIS ECONÓMICO

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

www.lacaixaresearch.com

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:informemensual@lacaixa.es

Para suscripciones (altas, bajas...):

publicacionesestudios@lacaixa.es

Fecha de cierre de esta edición:

31 de marzo de 2014



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

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Expectativas de inflación e instrumentos financieros:
un binomio valioso*10 *El resurgir de las salidas a bolsa***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Asia, una región endeudada pero dinámica*16 *A vueltas con el hard landing en China***18 UNIÓN EUROPEA**21 *La estrategia del BCE a debate*22 *La CE pone el semáforo rojo a Italia***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La importancia del capital que no se ve*28 *El empresario extranjero vuelve a confiar
en la economía española*29 *RDL 4/2014: incentivos a la reestructuración de la deuda
de las empresas***32 DOSSIER: MERCADO LABORAL: CAMBIOS
ESTRUCTURALES Y CRISIS ECONÓMICA**32 *Tendencias globales de los salarios: ¿volveremos
a la normalidad tras la crisis?*

Àlex Ruiz

34 *Mecanismos de ajuste del empleo*

Oriol Aspachs y Maria Gutiérrez-Domènech

36 *Las recesiones y los ajustes de la tecnología*

Sergi Basco

38 *La reducción de la población activa estadounidense:
¿jubilados o desanimados?*

Clàudia Canals

Mercado laboral: cambios estructurales y crisis económica

Durante la última década, los mercados laborales han estado sometidos a una presión excepcional en todo el mundo: a los cambios estructurales provocados por la globalización y las tecnologías de la información y de la comunicación (TIC) se les ha añadido una fuerte recesión, especialmente en los países desarrollados.

Aunque el análisis comparativo de los niveles salariales no resulte una tarea sencilla, los datos más recientes de la Organización Internacional del Trabajo muestran que, a pesar de la crisis, los salarios reales en el mundo siguen creciendo tendencialmente. Lo hacen de manera especial en las regiones emergentes, y así la distancia entre los niveles retributivos en los distintos países del planeta tiende a acortarse gradualmente, a pesar de que quede mucho camino por recorrer.

En el seno del mundo emergente, sin embargo, las mejoras son muy diversas. Destaca en positivo el continente asiático, mientras que las mejoras son más exiguas en África y en Sudamérica. Los crecimientos más acentuados se dan en países en los cuales, como en China, coinciden una liberalización gradual de la actividad económica, un entorno institucional previsible y un marco macroeconómico de estabilidad, al menos en términos de déficit público e inflación.

En el mundo desarrollado el efecto de la crisis tampoco ha sido uniforme entre países. La estabilidad macroeconómica ha sido también importante en estas economías, puesto que han sufrido menos la recesión las que han sido capaces de mantener el equilibrio financiero, evitando la acumulación excesiva de deudas públicas y privadas. A pesar de ello, la naturaleza de las instituciones de los mercados laborales ha sido el factor más determinante. Los efectos de la crisis en cuanto a la pérdida de puestos de trabajo han sido más acentuados en los países con un mercado laboral más rígido, ya que la insuficiente flexibilidad de la legislación laboral ha comportado que el ajuste ante la caída de la demanda se efectuara mediante la reducción del número de ocupados, y no con medidas alternativas que tengan efectos estructurales y sociales menos negativos, como la disminución de las horas trabajadas o el cambio en otras condiciones laborales.

Unas instituciones del mercado laboral más flexibles también facilitan el proceso de reajuste sectorial que ineludiblemente deben llevar a cabo muchas de las economías avanzadas. Estos cambios en la distribución sectorial del empleo se deben en parte a la propia Gran Recesión, en cuyo origen se encuentra la expansión excesiva de algunos sectores económicos, pero se refuerzan por los efectos persistentes de las tendencias estructurales antes mencionadas: la globalización y las TIC. Saliendo de la Gran Recesión, la generación de nuevos puestos de trabajo se centrará en las economías más dinámicas, especialmente en aquellas que faciliten la formación continua de sus trabajadores y la flexibilidad en las condiciones laborales.

Finalmente, unas instituciones laborales flexibles son también un elemento clave para garantizar que el crecimiento de los salarios reales sea sostenible en el tiempo y se convierta, así, en un factor de progreso social. La flexibilidad ha de permitir que, frente a los cambios estructurales y las perturbaciones macroeconómicas, el sistema económico comporte una evolución de las retribuciones reales que esté en línea con las mejoras de la productividad de cada país. En un mundo globalizado, esta es una restricción a la cual están sometidas todas las economías abiertas, desarrolladas o no, y un buen diseño del mercado laboral es fundamental para adaptarse con éxito.

Jordi Gual

Economista Jefe

31 de marzo de 2014

CRONOLOGÍA

MARZO 2013

- 7 El Consejo de Ministros aprueba un **Real Decreto-Ley** para la **refinanciación y la reestructuración de la deuda empresarial** con el objetivo de facilitar la supervivencia de empresas viables con elevada carga financiera.
- 20 El Consejo Europeo y la Eurocámara llegan a un acuerdo para modificar la propuesta inicial sobre el **Mecanismo Único de Resolución** (se acortan los plazos para la dotación del fondo único de resolución y se simplifica la toma de decisiones).

FEBRERO 2014

- 3 **Janet Yellen** es investida presidenta del Comité de Mercado Abierto de la **Reserva Federal** de los Estados Unidos.

ENERO 2014

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

DICIEMBRE 2013

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

NOVIEMBRE 2013

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

OCTUBRE 2013

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

AGENDA

ABRIL 2014

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
Tasa de ahorro de los hogares (cuarto trimestre).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Índice de producción industrial (febrero).
- 16 Comercio exterior (marzo).
- 21 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
Cuentas financieras (cuarto trimestre).
- 29 Índice de sentimiento económico de la eurozona (abril).
Encuesta de población activa (primer trimestre).
- 30 Avance del PIB trimestral (primer trimestre).
Balanza de pagos (febrero).
Avance IPC (abril).
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
Avance del PIB de Estados Unidos (primer trimestre).

MAYO 2014

- 6 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 8 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Índice de producción industrial (marzo).
- 15 Avance del PIB de la eurozona (primer trimestre).
Avance del PIB de Japón (primer trimestre).
- 19 Comercio exterior (abril).
Créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
- 28 Índice de sentimiento económico de la eurozona (mayo).
- 29 Contabilidad nacional trimestral (primer trimestre).
- 30 Balanza de pagos (marzo).
Avance IPC (mayo).

Riesgo contenido en algunos emergentes

Nuevos contratiempos en el frente emergente. El conflicto geopolítico desatado entre Rusia y Ucrania y el aumento de las dudas sobre el crecimiento económico de China coparon el flujo de noticias económicas del mes de marzo y generaron un repunte de la aversión al riesgo entre los inversores. De todas formas, el contagio al escenario internacional ha sido relativamente contenido. Las perspectivas a medio plazo siguen siendo halagüeñas, apoyadas, fundamentalmente, en la mejora sostenida del crecimiento global, la continuidad de unas condiciones monetarias favorables y la gradual recuperación de las perspectivas de crecimiento de la eurozona.

Los inversores discriminan entre los riesgos de los emergentes. El efecto de las tensiones en la península de Crimea se limitó a la caída de la bolsa rusa y a la depreciación del rublo y la grivna ucraniana frente al dólar. El alcance en el resto del entorno financiero emergente fue también limitado. Tampoco las dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en China han tenido grandes repercusiones. Las probabilidades de un deterioro grave del gigante asiático no son despreciables pero se dispone de un amplio margen de actuación en materia de política monetaria, fiscal y macroprudencial en caso de una ralentización pronunciada del crecimiento.

La Reserva Federal actualiza su política de orientación. En EE. UU., los indicadores de actividad más recientes empiezan a dejar atrás los efectos del mal tiempo de principios de año. El índice de sentimiento empresarial se encuentra en niveles compatibles con ritmos de avance moderados de la economía y la confianza del consumidor ya ha alcanzado su nivel máximo desde enero de 2008. La recuperación del mercado laboral sigue siendo el elemento que más dudas genera. Si bien en febrero se crearon 175.000 empleos, el promedio de los últimos tres meses solo es de 129.000, el menor registro desde julio de 2012. En este contexto, tras la última reunión del Comité de Mercado Abierto, Janet Yellen comunicó que los tipos de interés permanecerán por debajo de su media histórica, incluso después de que la inflación y el desempleo alcancen los objetivos que se habían establecido hace unos meses. La Fed abandonó así su estrategia de *forward guidance* cuantitativa e introdujo variables cualitativas con relación al mercado laboral, la inflación y las condiciones

financieras. La nueva política de comunicación de la Fed, menos precisa y un tanto cambiante, es susceptible de provocar episodios de volatilidad, máxime si la inflación repunta en el actual contexto de salarios al alza.

La recuperación económica se consolida en la eurozona. El flujo de indicadores publicados durante el mes de marzo sigue dibujando un escenario de recuperación gradual. Es destacable la evolución de la demanda interna, especialmente la inversión, que presenta un tono algo más robusto de lo que se anticipaba. También la recuperación de los países periféricos está siendo ligeramente mejor de lo esperado. Con base en esta progresiva recuperación, el BCE sigue optando por no actuar, aunque reconoce que la inflación se mantendrá baja durante un periodo prolongado y recuerda que no dudará en intervenir en caso de que los riesgos deflacionistas se intensifiquen. A pesar de la aparente inacción, el discurso del BCE cada vez se muestra más comprensivo con el riesgo de deflación. En este sentido, sorprendieron las declaraciones del presidente del Bundesbank y miembro del Consejo de Gobierno del BCE, Jens Weidmann, en las que no descartaba que el BCE comprara deuda pública y privada para reactivar la economía y alejar las presiones deflacionistas. Poco a poco, el BCE está haciendo creíble su intención de llevar cabo un *quantitative easing* como el implementado en EE. UU. Quizás, cuando esta advertencia sea plenamente aceptada por el mercado, ya no será necesario llevarla a cabo.

La economía española cierra el 1T 2014 con registros que invitan al optimismo. Los indicadores disponibles para los primeros meses del año apuntan a una aceleración del ritmo de crecimiento. Así lo recoge el índice de actividad económica de "la Caixa" Research, que sitúa el avance intertrimestral del PIB entre el 0,3% y el 0,6% en el 1T 2014, por encima del 0,2% registrado en el 4T 2013. El mapa de riesgos, además, también se está desplazando hacia un terreno más benigno. En este sentido, el último informe sobre desequilibrios macroeconómicos publicado por la Comisión Europea destaca los importantes avances que ha hecho la economía española para corregir sus principales desequilibrios. Aunque todavía queda camino por recorrer, esto la sitúa en una posición más aventajada para lograr que el proceso de recuperación vaya ganando fuerza a lo largo del año.

PREVISIONES

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

Economía internacional

	2012	2013	2014	2015	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014
CRECIMIENTO DEL PIB										
Mundial¹	3,2	2,9	3,6	3,9	3,0	3,2	3,7	3,6	3,6	3,6
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,8	1,9	2,8	3,0	2,0	2,6	2,9	3,0	2,7	2,8
Eurozona	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,3	0,5	1,0	1,0	1,1	1,2
Alemania	0,9	0,5	1,5	1,8	0,6	1,4	1,8	1,4	1,5	1,5
Francia	0,0	0,3	0,9	1,1	0,3	0,8	1,0	0,7	1,0	1,0
Italia	-2,6	-1,9	0,5	1,0	-1,9	-0,8	-0,1	0,4	0,7	0,8
España	-1,6	-1,2	1,0	1,5	-1,1	-0,2	0,5	0,9	1,2	1,3
Japón	1,4	1,5	1,3	1,4	2,4	2,5	2,6	0,9	0,7	0,9
Reino Unido	0,3	1,8	2,2	2,0	1,9	2,7	2,7	2,4	2,0	1,8
Países emergentes										
Rusia	3,4	1,3	0,8	1,4	1,2	1,4	1,3	0,8	0,5	0,7
China	7,7	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	7,8	7,9	7,5	7,6
India ²	5,0	4,7	4,8	4,9	4,8	4,7	4,6	4,4	4,4	5,1
Brasil	1,0	2,3	2,0	2,5	2,2	1,9	1,1	2,1	2,4	2,2
México	3,9	1,1	3,4	3,6	1,4	0,7	2,9	3,1	4,0	3,7
Polonia	2,0	1,5	2,7	3,1	1,8	2,2	2,6	2,7	2,7	2,9
Turquía	2,1	4,0	2,0	3,7	4,3	4,4	2,2	1,4	2,0	2,5
INFLACIÓN										
Mundial¹	4,0	3,4	3,5	3,3	3,4	3,2	3,3	3,6	3,5	3,5
Países desarrollados										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,7	1,8	1,5	1,2	1,4	1,8	1,7	1,8
Eurozona	2,5	1,4	1,0	1,5	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	1,4
Alemania	2,1	1,6	1,4	1,8	1,7	1,3	1,0	1,5	1,5	1,6
Francia	2,2	1,0	1,3	1,7	1,1	0,8	0,9	1,2	1,4	1,5
Italia	3,3	1,3	0,8	1,5	1,1	0,7	0,4	0,7	1,0	1,2
España	2,4	1,4	0,5	1,3	1,2	0,1	0,0	0,4	0,5	1,0
Japón ³	0,0	0,4	2,5	1,7	0,9	1,4	1,5	3,2	2,9	2,6
Reino Unido	2,8	2,6	2,3	2,4	2,7	2,1	1,9	2,3	2,5	2,5
Países emergentes										
Rusia	5,0	6,8	5,6	4,9	6,4	6,4	6,1	5,8	5,3	5,1
China	2,6	2,8	2,8	2,8	2,9	2,3	2,7	3,2	2,9	2,5
India ⁴	7,6	6,3	5,0	5,4	6,6	7,0	6,0	6,4	3,8	3,9
Brasil	5,4	6,2	6,0	5,7	6,1	5,8	5,9	5,9	6,4	5,9
México	4,1	3,8	3,9	3,3	3,4	3,7	4,2	3,6	4,0	3,9
Polonia	3,7	1,2	1,4	2,2	1,4	0,9	1,0	1,5	1,4	1,8
Turquía	8,9	7,5	7,5	6,5	8,3	7,5	7,8	8,0	7,2	7,0

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

4. Precios de venta al por mayor.

Previsiones

Economía española

	2012	2013	2014	2015	3T 2013	4T 2013	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014
Agregados macroeconómicos										
Consumo de los hogares	-2,8	-2,1	1,1	0,8	-1,8	0,7	1,4	1,4	1,1	0,7
Consumo de las AA. PP.	-4,8	-2,3	-3,6	-0,5	0,2	-3,5	-4,8	-4,0	-4,7	-1,1
Formación bruta de capital fijo	-7,0	-5,0	1,0	1,4	-5,3	-1,7	-0,4	1,7	1,5	1,2
Bienes de equipo	-3,9	2,3	6,6	3,6	2,2	9,6	9,6	6,3	5,7	4,7
Construcción	-9,7	-9,6	-2,4	0,0	-9,8	-8,6	-5,9	-1,7	-1,0	-1,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-4,1	-2,7	0,1	0,6	-2,1	-0,6	-0,2	0,4	0,0	0,4
Exportación de bienes y servicios	2,1	4,9	5,4	4,9	3,5	3,7	9,6	3,5	4,1	4,5
Importación de bienes y servicios	-5,7	0,4	3,2	2,6	0,6	2,7	7,9	2,1	0,7	2,0
Producto interior bruto	-1,6	-1,2	1,0	1,5	-1,1	-0,2	0,5	0,9	1,2	1,3
Otras variables										
Empleo	-4,8	-3,4	0,6	1,2	-3,3	-1,6	0,1	0,5	1,0	1,0
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,0	26,4	25,2	24,1	26,0	26,0	26,4	25,2	24,6	24,7
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	0,5	1,3	1,2	0,1	0,0	0,4	0,5	1,0
Costes laborales unitarios	-3,1	-1,6	0,0	0,5	-1,7	1,3	0,6	0,0	-0,1	-0,5
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) ¹	-1,2	0,8	1,3	1,6	0,7	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3
Cap. o nec. financ. resto mundo (acum., % PIB) ¹	-0,6	1,5	1,9	2,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-10,6	-7,1	-5,8	-4,2	-10,3	-7,1				

Mercados financieros

TIPOS DE INTERÉS										
Dólar										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Líbor 3 meses	0,43	0,27	0,28	0,75	0,26	0,24	0,24	0,26	0,29	0,31
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,60	1,14	0,67	0,59	0,56	0,58	0,63	0,66
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,57	1,45	0,36	0,32	0,36	0,50	0,65	0,79
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	2,98	3,63	2,70	2,74	2,75	2,88	3,05	3,19
Euro										
Refi BCE	0,88	0,54	0,25	0,42	0,50	0,33	0,25	0,25	0,25	0,25
Euríbor 3 meses	0,57	0,22	0,28	0,53	0,22	0,24	0,30	0,27	0,27	0,27
Euríbor 12 meses	1,11	0,54	0,57	0,92	0,54	0,53	0,56	0,57	0,57	0,59
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,36	0,97	0,17	0,16	0,14	0,29	0,43	0,56
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,77	2,21	1,78	1,79	1,68	1,65	1,75	2,00
TIPOS DE CAMBIO										
\$/euro	1,29	1,33	1,35	1,32	1,32	1,36	1,37	1,36	1,34	1,33
¥/euro	102,71	129,65	142,50	147,69	131,09	136,78	141,10	142,22	142,88	144,00
£/euro	0,81	0,85	0,83	0,85	0,86	0,84	0,83	0,83	0,86	0,82
PETRÓLEO										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	107,87	109,43	109,24	109,23	107,73	107,62	107,98	108,14
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	79,81	82,79	82,46	80,24	78,60	79,08	80,38	81,10

Notas: 1. Acumulado cuatro trimestres.

Previsiones

COYUNTURA · Signos de fortaleza ante las adversidades

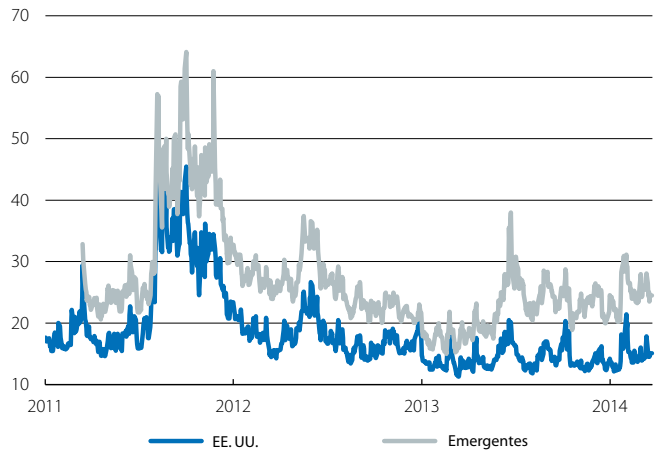
La evolución reciente de los mercados ha estado determinada por la aparición de nuevos contratiempos, con origen en el frente emergente. En primer lugar, el conflicto geopolítico desatado entre Ucrania y Rusia, y la anexión de Crimea a esta última. En segundo, el aumento de las dudas sobre el crecimiento económico de China. Y finalmente, los desequilibrios observados en los mercados de capitales chinos. Pese a ello, el contagio al escenario internacional ha sido relativamente contenido, incidiendo principalmente en las bolsas rusa y china. En general, los mercados financieros desarrollados han sido testigos del avance experimentado por la renta fija (pública y privada) frente al frenazo en las cotizaciones de los activos de renta variable. Esta situación podría materializarse en correcciones moderadas a corto plazo, ante la existencia de varios indicadores técnicos y de flujos en la zona de alerta. Aunque en suma consideramos que los obstáculos en torno a los países emergentes deberán tender a limitarse en intensidad y frecuencia, despejando el camino para el correcto funcionamiento de los mercados globales.

Los inversores discriminan entre los riesgos de los emergentes. Las tensiones derivadas de la disputa territorial por la península de Crimea se reflejaron en la caída de la bolsa rusa y en la depreciación del rublo y la grivna ucraniana frente al dólar. Mientras, el resto del entorno financiero emergente proyectó una afectación muy limitada, como se observó a través de la evolución de algunas divisas como la rupia india y la lira turca. Sin embargo, las noticias económicas negativas de China y la inestabilidad de su sistema financiero constituyen un foco de preocupación entre los inversores. La reciente quiebra de varios vehículos de inversión y la conformidad del banco central chino al respecto han incrementado la incertidumbre sobre la solidez de su entramado crediticio. Con todo, las probabilidades de un deterioro grave de la economía china son relativamente reducidas. Las autoridades asiáticas disponen de un amplio margen de actuación en materia de política monetaria, fiscal y macroprudencial en caso de una ralentización pronunciada del crecimiento.

Las perspectivas a medio plazo son más halagüeñas. Si bien los acontecimientos comentados anteriormente han provocado el repunte de la aversión al riesgo por parte de los inversores, también es cierto que se ha recuperado el sentimiento de cara a medio y largo plazo. Entre otros, son varios los aspectos que alimentan esas expectativas: (i) la mejora sostenida del crecimiento global, (ii) la continuidad de unas condiciones monetarias favorables, (iii) el refuerzo de la eurozona, y (iv) la corrección de los desequilibrios de la periferia europea. No obstante, aunque la lista de los factores de riesgo identificables se ha reducido en los últimos trimestres, todavía persisten algunos importantes. Uno de ellos es el que se desprende de las nuevas directrices en materia de política de orientación de la Reserva

Volatilidad implícita de las bolsas de EE. UU. y emergentes

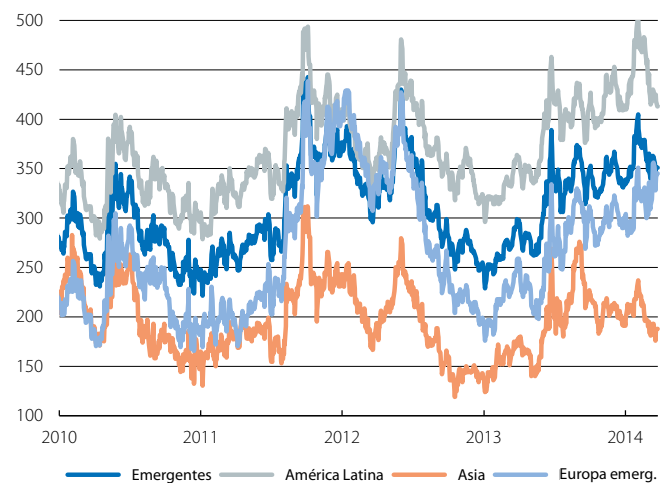
(Índices VIX para EE. UU. y VXEM para emergentes)



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

Spreads de bonos soberanos de países emergentes

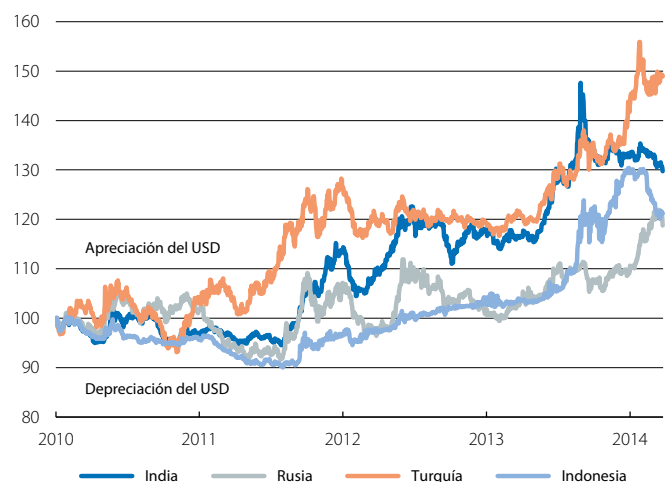
Respecto a una cesta de bonos de EE. UU. (p. b.)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de J. P. Morgan y Bloomberg.

Cotización del dólar frente a divisas emergentes

(Enero 2010 = 100)



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

Federal (Fed). La falta de precisión en los objetivos podría introducir inestabilidad en los mercados. Otro foco es la creciente atención que está cobrando el riesgo de deflación en la eurozona.

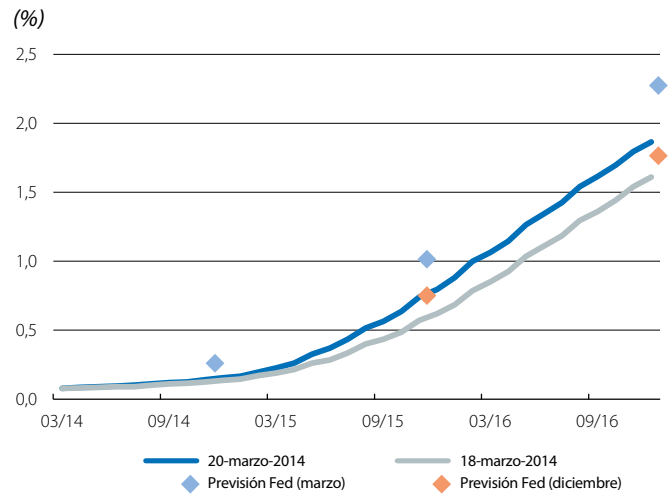
La Reserva Federal actualiza su política de orientación. Tras la última reunión del Comité de Mercado Abierto, Yellen comunicó que los tipos de interés permanecerán por debajo de su media histórica, incluso después de que la inflación y el desempleo alcancen sus objetivos. Sin hacer referencia explícita al umbral del 6,5% de la tasa de desempleo como venía siendo habitual, la Fed abandona su estrategia de *forward guidance* cuantitativa e introduce variables cualitativas con relación al mercado laboral, la inflación y las condiciones financieras. En paralelo, se decidió mantener el ritmo del *tapering*, recortando las compras mensuales de bonos en 10.000 millones de dólares. Adicionalmente, Yellen apuntó que la primera subida de los tipos federales podría materializarse seis meses después del fin del QE3. Sin embargo, la nueva política de comunicación de la Fed, menos precisa y un tanto cambiante, es susceptible de provocar episodios de volatilidad contenida, máxime si la inflación repunta en el actual contexto de salarios al alza.

Mientras, el BCE opta por no actuar en su reunión de marzo. La entidad mantiene su estrategia con base en la progresiva recuperación de la demanda interna de la zona euro y en el correcto funcionamiento de los mercados monetarios de la región. También anticipa que la inflación se mantendrá baja durante un periodo prolongado, y que no dudará en actuar en caso de que los riesgos deflacionistas se intensifiquen (véase Focus: «Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso»). En los mercados de capitales también se descuenta una posible actuación suscitada por la fortaleza del tipo de cambio del euro frente al dólar, con el fin de evitar un aumento de las presiones bajistas sobre una inflación ya en cotas muy reducidas. En este sentido, destaca el tono más aperturista de las declaraciones de algunos miembros del Bundesbank alemán acerca de un eventual programa de compra de bonos por parte del BCE.

Pasos hacia la unión bancaria europea. El Consejo Europeo y la Eurocámara han llegado a un acuerdo sobre la creación del segundo pilar de la unión bancaria: el Mecanismo Único de Resolución y el Fondo de Liquidación de entidades insolventes. Este acuerdo deberá ser refrendado por el Parlamento Europeo en abril.

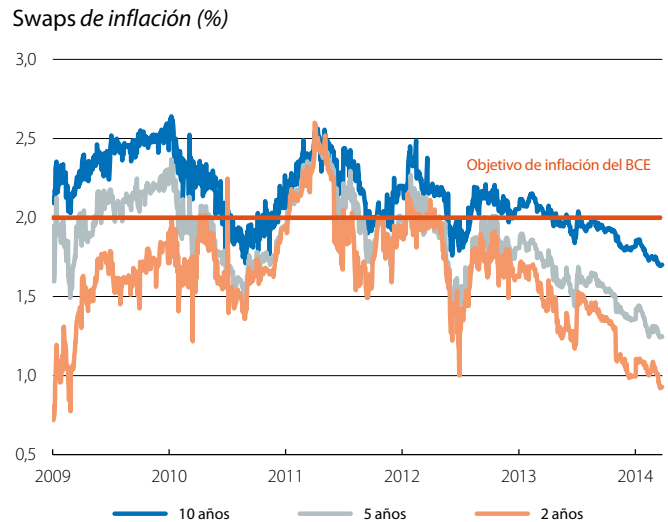
La deuda periférica progresa adecuadamente. La crisis entre Rusia y Ucrania ha contribuido a que las *yields* de los bonos a 10 años de EE. UU. y Alemania se hayan mantenido relativamente estables, debido a su perfil de activo refugio. A corto plazo, sin embargo, un tono más agresivo en los mensajes de la Fed que el contemplado inicialmente por el mercado y la reconducción del conflicto ruso podrían presionar al alza las rentabilidades de la deuda de ambos países. Por su parte, la deuda soberana de la periferia ha seguido mostrando una gran resistencia frente a la problemática exterior. En marzo, las

EE. UU.: curva forward de los tipos oficiales de la Fed



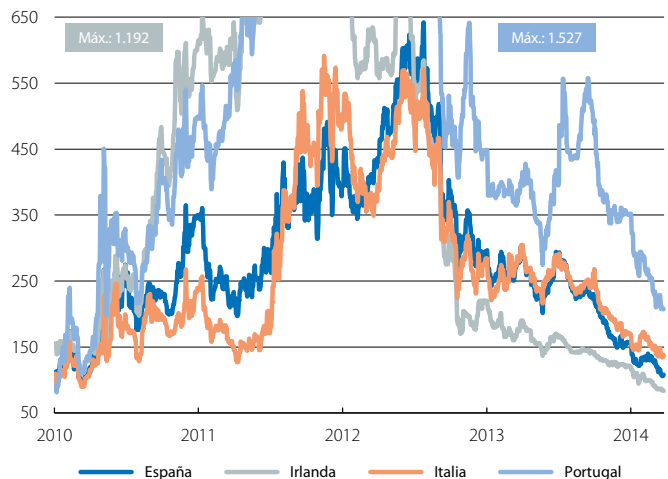
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Reserva Federal y Bloomberg.

Eurozona: expectativas de inflación



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

Primas de riesgo sobre la deuda soberana (CDS en p. b.)



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

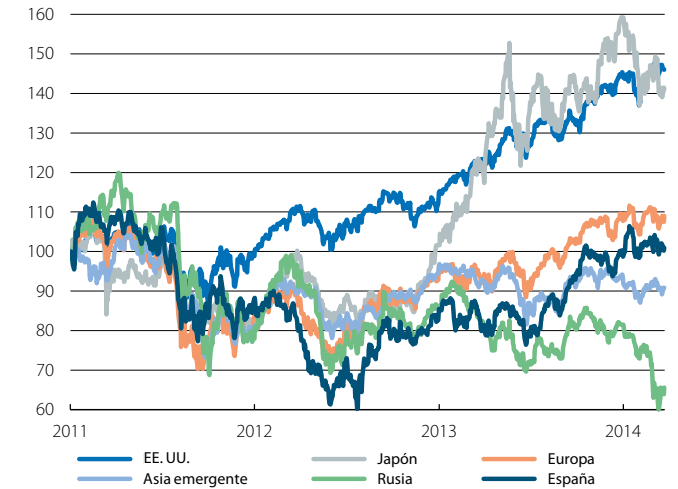
tires han caído en todos los tramos de las curvas, facilitando la colocación de las emisiones de deuda española y portuguesa a tipos de interés muy bajos. En este contexto, las primas de riesgo soberanas del bloque periférico han evolucionado de forma positiva, favorecidas por el aumento de las expectativas de nuevas medidas de liquidez por parte del BCE ante los riesgos deflacionistas.

Las bolsas mantienen el pulso, pero sin perder de vista los acontecimientos en Ucrania. Si bien en un principio las noticias sobre China y Ucrania pesaron sobre las bolsas internacionales, la estabilización en los distintos frentes ha dado continuidad a la recuperación de las mismas. Factores clave como los bajos niveles de volatilidad, valoraciones atractivas y grandes volúmenes de liquidez en busca de rentabilidad están dando soporte a los mercados de acciones occidentales. Este contexto está siendo aprovechado por muchas compañías para debutar en el escenario bursátil (véase Focus: «El resurgir de las salidas a bolsa»). Los índices norteamericanos se mantienen en torno a sus niveles máximos históricos, aunque se aprecian signos de sobrecompra en aquellos referenciados al sector tecnológico y a las *small caps*. En Europa, el Eurostoxx también ha evolucionado favorablemente. Sin embargo, a corto plazo la exposición de varias de sus compañías a Ucrania y a Rusia podría generar correcciones puntuales. Por su parte, el Ibex vuelve a situarse sobre los 10.000 puntos, apoyado en la mejoría de los indicadores de actividad y la tendencia positiva del riesgo soberano.

El euro mantiene la fortaleza frente al dólar. El cruce entre ambas divisas ha llegado a situarse en cotas cercanas a los 1,40 dólares. Dos han sido los factores determinantes de esta situación: (i) la escalada de la tensión militar en Crimea, y (ii) la decepción del mercado ante la ausencia de medidas expansivas por parte del BCE. Sin embargo, el aumento de las expectativas de posibles subidas de tipos de interés por parte de la Fed, en la primera mitad de 2015, ha servido para batir la firmeza del euro hasta los 1,37 dólares. La otra noticia relevante del mercado cambiario ha sido la ampliación de las bandas de fluctuación del yuan frente al dólar hasta el $\pm 2\%$. La decisión, que responde al intento de las autoridades chinas de dotar a las fuerzas del mercado de mayor protagonismo, se ha traducido en caídas del yuan frente al dólar. No obstante, el sesgo de la divisa china es de apreciación para el conjunto del año.

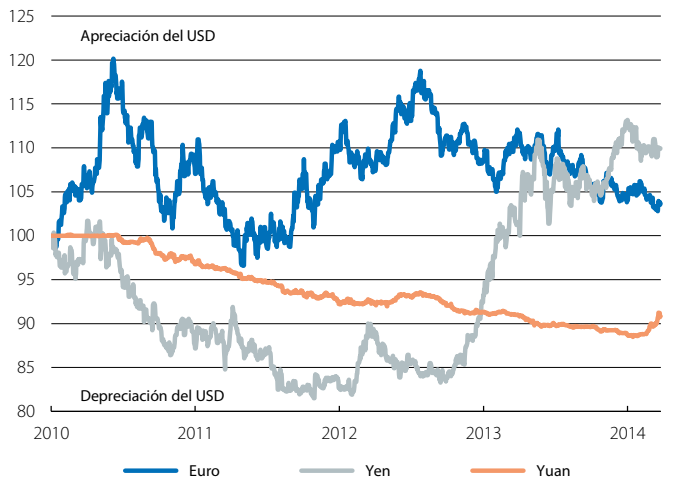
Las materias primas, reflejo de las turbulencias económicas. La «huída a la calidad» al hilo del conflicto entre Rusia y Ucrania ha provocado el incremento de la demanda y consiguiente encarecimiento de los activos refugio. La cotización del oro es un claro reflejo de lo anterior, al revalorizarse cerca de un 8% en lo que va de año. Por su parte, la incertidumbre en torno a la capacidad de crecimiento de la economía china ha dejado huella en las materias primas de corte cíclico: el cobre y el hierro, estrechamente vinculados a la producción industrial, destacan en negativo. Por otro lado, el mercado petrolero continúa mostrando una remarcable estabilidad en el intervalo de cotización de los 105-110 dólares/barril.

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



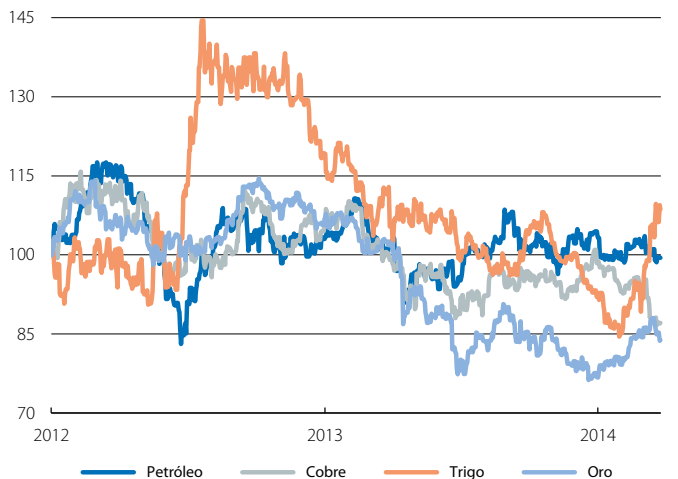
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

Evolución de las materias primas
(Enero 2012 = 100)



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

FOCUS · Expectativas de inflación e instrumentos financieros: un binomio valioso

El temor a un eventual episodio deflacionista en la eurozona está realizando el protagonismo de una variable habitualmente en segundo plano: las expectativas de inflación. En efecto, conocer el abanico de escenarios de precios que contemplan los agentes económicos constituye una pieza clave para calibrar el riesgo de inflación o deflación y, por tanto, la estrategia adecuada de política monetaria. Pese a que la observación directa de la «verdadera» expectativa de inflación del sector privado no es posible, existen aproximaciones razonables contenidas en diversos instrumentos financieros, ya sea de forma explícita o implícita.

El mercado de bonos soberanos proporciona información de gran utilidad cuando además de los bonos nominales ordinarios existen bonos indexados a la inflación. Este es el caso de países clave como Alemania y Francia. Los bonos indexados ofrecen protección contra la inflación a base de actualizar su valor facial al mismo ritmo que suba el índice de precios oficial de cada país. De este modo, el diferencial de rentabilidad entre un bono nominal y un bono indexado con el mismo plazo y del mismo emisor, denominado *breakeven inflation rate* (BEIR), nos informa de la tasa de inflación promedio que los tenedores de bonos esperan a ese plazo. De forma más precisa, la BEIR puede descomponerse en tres elementos diferenciados: (i) la expectativa de los agentes sobre la inflación promedio a lo largo de la vida del par de bonos; (ii) una prima de riesgo asociada a posibles desviaciones de dicha expectativa respecto a la verdadera tasa de inflación que acabará materializándose, y (iii) unas primas asociadas a la menor liquidez de los bonos indexados y otros aspectos institucionales. Eliminando, mediante técnicas estadísticas, el último componente se llega a una medida muy valiosa sobre las expectativas y la prima de riesgo por inflación del numeroso grupo de agentes que participan en el mercado de bonos.

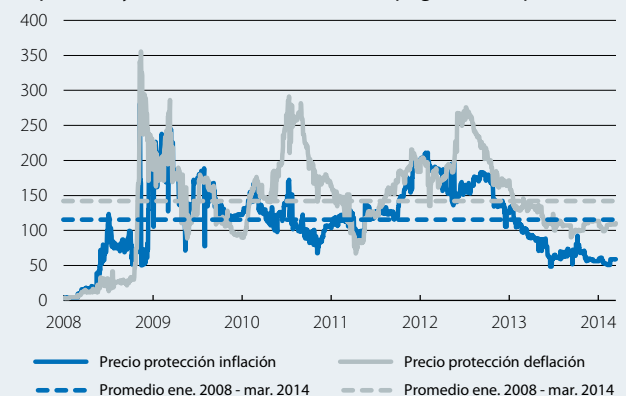
Los *swaps* y las opciones (*caps* y *floors*) sobre la inflación son instrumentos explícitamente concebidos para operar sobre esta variable. Un *swap* o permuta financiera consiste en el intercambio de flujos de caja entre dos partes sobre un determinado importe nominal en unas fechas concretas. La particularidad de los *swaps* de inflación consiste en que una de las partes se compromete a pagar un tipo de interés fijo (*swap rate*) sobre el nominal del contrato a cambio de recibir la tasa de inflación observada durante el plazo de vida del instrumento (*floating swap rate*). De este modo, la *swap rate* proporciona un buen indicador de la inflación promedio esperada y de la prima de riesgo de desviación exigida por los operadores de este mercado a lo largo de la vida del *swap*. También aquí es necesario

realizar un pequeño ajuste técnico, en este caso por el riesgo de contraparte inherente en la operativa con derivados *over the counter* (OTC). La ventaja del *swap* frente al bono es la existencia de un universo más amplio de vencimientos y países (incluyendo España), y la desventaja es que se trata de un mercado de menor tamaño y liquidez.

Los *caps* y los *floors* de inflación también ofrecen protección ante los efectos adversos de la inflación y de la deflación, respectivamente. En el caso de los *caps*, el comprador recibirá, en cada una de las fechas de liquidación y previo pago de una prima sobre el nominal, la diferencia entre la inflación observada y el techo (*cap*) establecido en el contrato, en caso de que esta se sitúe por encima del mismo. Las opciones *floor* cubren a su comprador ante un eventual escenario de deflación, abonándole el diferencial entre el suelo (*floor*) acordado y la tasa de inflación observada, en caso de que sea inferior al mismo. El precio o prima de estas opciones tenderá a ser más elevado cuanto mayor sea el nivel de protección que ofrecen. Durante los últimos meses, se ha observado como el precio del *floor* a cinco años, que protege en caso de que la inflación caiga por debajo del 0%, se ha situado por encima del precio del *cap* del 4% al mismo plazo. En términos del objetivo de inflación del 2% del BCE, esto indica que los inversores están más preocupados por una desviación a la baja que al alza, nada sorprendente en el contexto actual. Sí es más llamativo que la cuantía de la prima *floor* no se haya disparado como ocurrió durante los tres anteriores «sustos deflacionistas» de los últimos años. Este indicador, por lo tanto, parece apoyar la interpretación de que los agentes esperan para la eurozona un largo periodo de inflación muy baja (claramente por debajo del 2%), pero un riesgo bajo de deflación sostenida.

Eurozona: primas de las opciones cap y floor de inflación a cinco años

Cap del 4% y floor del 0% (frecuencia de pago anual) (p. b.)



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

FOCUS · El resurgir de las salidas a bolsa

El frío que paralizó las bolsas occidentales durante los años de crisis sigue remitiendo. El primer síntoma de mejora se manifestó en las cotizaciones, que desde hace ya tiempo mantienen una tendencia alcista (muy pronunciada en EE. UU. y moderada en Europa). Posteriormente se empezó a percibir una reactivación de otras constantes vitales del mercado bursátil. Una de las más destacadas hace referencia al número de empresas que deciden dar el paso de incorporarse al mercado. A ambos lados del Atlántico, tanto los factores de demanda como los de oferta están confluyendo en favor de un aumento de las salidas a bolsa. De una parte, la mejora de las expectativas de crecimiento económico y la relativa buena marcha de los resultados empresariales, junto con el bajísimo nivel de los tipos de interés, han suscitado el aumento del apetito por el riesgo entre los inversores. Esto es crucial para las empresas debutantes en el parqué, con frecuencia pequeñas, poco conocidas, y por lo tanto percibidas como inversiones de mayor riesgo. De otra, las propias compañías, atraídas por las crecientes cotizaciones, pueden encontrar en el mercado bursátil una alternativa atractiva para incrementar su capital, justo en una época en la que la solvencia es muy apreciada y el acceso a la financiación ajena es menos fácil que en el pasado.

EE. UU. tomó la delantera respecto a Europa en materia de salidas a bolsa, y la mantiene. El número de operaciones y el importe recaudado lleva tiempo creciendo y alcanza ya cifras plenamente normalizadas. Según los datos de Bloomberg, durante los tres primeros meses del año 130 empresas han empezado a cotizar, registrando un total de casi 11.000 millones de dólares en el periodo de suscripción, cifra cercana al récord alcanzado en el mismo periodo en 2007. A nivel sectorial, destacan las salidas a bolsa de compañías de biotecnología, seguidas de empresas energéticas y del sector financiero. Muchos analistas anticipan que el ritmo de colocaciones en este país podría alcanzar cotas no vistas desde el año 2000, fecha en la que alcanzó su nivel máximo previo a la crisis financiera.

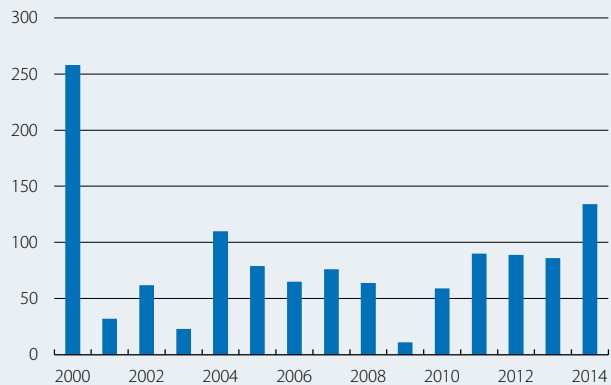
En Europa, la mejora es más incipiente, pero ha empezado con fuerza. Según los datos de PwC, la actividad de las salidas a bolsa fue débil hasta mediados de 2013, pero el último trimestre del pasado año fue testigo de un aumento fulgurante que le permitió equipararse con el 4T de 2007, es decir, el periodo previo a la crisis. Los datos parciales de 2014 indican que el buen tono continúa.

En cuanto a España, el proceso viene con algo de retraso pero parece que pronto ganará fuerza. Durante 2012, 2013 y lo que llevamos del año corriente, las operaciones se han limitado a un puñado de empresas de tamaño reducido en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y unas pocas sociedades de inversión inmobiliaria (socimis). Sin embargo,

ya hay varias empresas candidatas a ampliar pronto el universo bursátil español. Recientemente, la propia CNMV se ha mostrado optimista al comunicar que espera cerrar el primer cuatrimestre del año con cinco compañías debutantes en el mercado continuo, aunque no ha concretado cuáles son. Todo indica que habrá variedad entre los protagonistas. Por ejemplo, en cuanto a los sectores de negocio. Y en cuanto a las motivaciones: poner en valor sus negocios, culminar procesos de privatización y/o responder a sus necesidades de financiación. Entre las compañías que tienen sus planes de salida más avanzados están Applus, Odigeo, Edreams, Globalia, Loterías y Apuestas del Estado y Aena.

EE. UU.: mercado de OPV

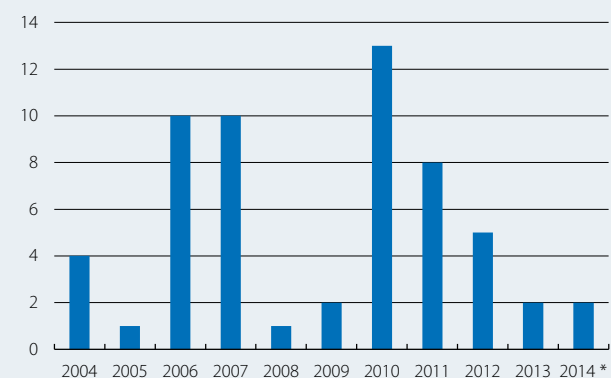
(Número de ofertas públicas de venta)



Nota: Periodo comprendido entre el 1 de enero y el 20 de marzo de cada año.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

España: mercado de OPV

(Número de ofertas públicas de venta)



Nota: * Número de OPV hasta el 20 de marzo de 2014.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de BME.

PRINCIPALES INDICADORES

Tipos de interés (%)

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Euro					
Refi BCE	0,25	0,25	0	0,0	-50,0
Euríbor 3 meses	0,31	0,29	3	2,6	10,2
Euríbor 12 meses	0,59	0,55	4	3,4	4,3
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,15	0,12	3	-3,2	13,2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,16	0,13	3	-5,4	18,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,57	1,62	-5	-35,1	28,9
Deuda pública a 10 años (España)	3,23	3,51	-28	-91,6	-182,5
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	166	188	-22	-56,5	-211,3
Dólar					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,23	0,24	-1	-1,6	-5,2
Líbor 12 meses	0,56	0,55	1	-2,5	-17,3
Deuda pública a 1 año	0,11	0,10	1	0,0	-1,5
Deuda pública a 2 años	0,42	0,32	10	5,4	19,6
Deuda pública a 10 años	2,72	2,65	7	-28,2	91,5

Spreads deuda corporativa (p. b.)

	31-mar	28-feb	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	76	70	5	5,5	-50,3
Itraxx Financiero Sénior	93	87	7	4,9	-102,0
Itraxx Financiero Subordinado	139	129	10	9,7	-173,6

Tipos de cambio

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,377	1,380	-0,2	0,4	7,4
€/euro	142,130	140,490	1,2	1,5	-16,0
£/euro	0,826	0,824	0,2	0,2	1,8
¥/\$	103,230	101,800	1,4	1,9	-9,8

Materias primas

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	493,7	478,5	3,2	8,2	2,9
Brent (\$/barril)	107,0	109,3	-2,1	-3,7	-3,4
Oro (\$/onza)	1.284,0	1.326,4	-3,2	6,8	-19,5

Renta variable

	31-mar	28-feb	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.872,3	1.859,5	0,7	1,3	19,9
Eurostoxx 50	3.161,6	3.149,2	0,4	2,2	21,1
Ibex 35	10.340,5	10.114,2	2,2	4,3	30,6
Nikkei 225	14.827,8	14.841,1	-0,1	-9,2	21,9
MSCI emergentes	994,7	966,4	2,9	-0,8	-3,5
Nasdaq	4.199,0	4.308,1	-2,5	0,5	29,6

COYUNTURA · Panorama de contrastes

Se mantiene el escenario de mejora en la actividad económica global, pero con disparidades y matices: parece que EE. UU. empieza a superar los efectos del crudo invierno y asienta su crecimiento, China sigue inmersa en un aterrizaje suave con ausencia de tensiones inflacionistas significativas y Japón está pendiente de los efectos derivados de la subida del IVA en abril. Entre las economías emergentes destaca la situación de Rusia, cuyo conflicto político con Ucrania afectará muy negativamente al crecimiento de 2014. Brasil no logra frenar su inflación, pero la India, Indonesia y Sudáfrica reducen sus desequilibrios.

ESTADOS UNIDOS

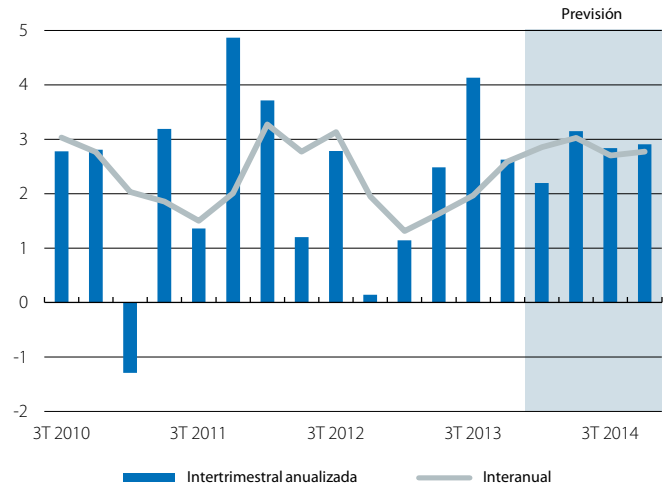
La revisión ligeramente al alza del avance del PIB en el 4T 2013 no altera nuestro escenario de recuperación moderada. La tasa del 2,6% intertrimestral anualizada (también en términos interanuales) no ha afectado al crecimiento del conjunto de 2013, del 1,9%. Por componentes de demanda, destaca la revisión al alza del consumo privado y la confirmación del buen tono de la inversión en equipo, que esperamos que se mantenga a lo largo de 2014. Los factores climáticos adversos de inicios de 2014 nos hacen reducir ligeramente nuestra previsión de avance para 2014 desde el 3,0% hasta el 2,8%, pero simultáneamente se reducen los riesgos a la baja a la vista del buen tono de los últimos indicadores del consumo privado.

El mayor riesgo para nuestro escenario es el mercado laboral, que se recupera con escaso vigor. Si bien en febrero se crearon 175.000 empleos, el promedio de los últimos tres meses solo es de 129.000, el menor registro desde julio de 2012. La tasa de paro tuvo un pequeño repunte hasta el 6,7% pero el problema de fondo es la persistencia de la baja tasa de actividad. Esto hace que la ratio de empleados sobre la población mayor de 16 años esté en el 58,8%, apenas 6 décimas por encima del mínimo de 2011 pero más de 4 puntos por debajo del nivel de finales de 2007. La mayor preocupación de la política económica es reducir la parte cíclica (no debida a efectos demográficos) de esta diferencia (véase el artículo sobre la tasa de actividad del mercado laboral estadounidense del Dossier).

Los indicadores de actividad más recientes empiezan a dejar atrás los efectos del tiempo adverso. El índice de sentimiento empresarial de manufacturas (ISM), recuperó en febrero parte del abrupto descenso de enero y subió de 51,2 a 53,2 puntos mientras que el ISM de servicios retrocedió de 54,0 a 51,6 puntos, con la mayor debilidad en el componente de empleo. Estos niveles son indicativos de ritmos de avance moderados de la economía. Por el lado de la demanda, la confianza del consumidor del Conference Board de marzo se encaramó a los 82,3 puntos, todavía por debajo de la media histórica cercana a 100 pero en su nivel máximo desde enero de 2008, previo a la crisis. Abundando en este buen tono relativo del consumo, las ventas

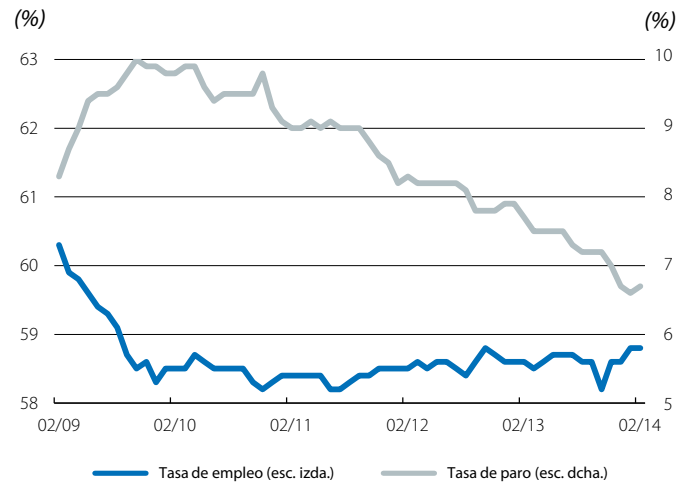
EE. UU.: PIB

Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

EE. UU.: empleo

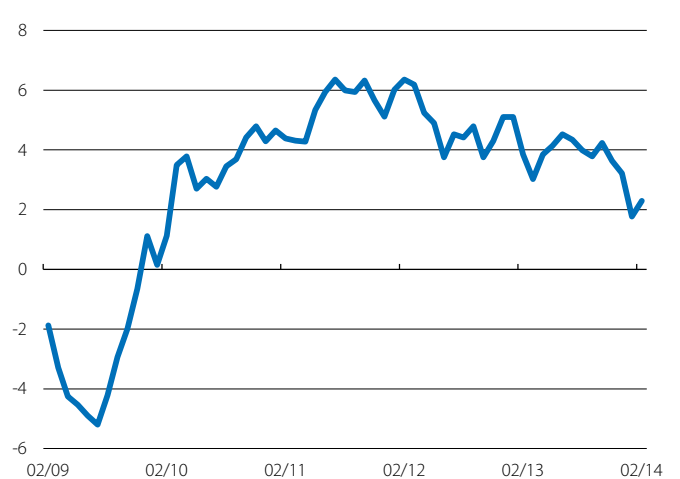


Nota: Tasa de empleo definida como proporción de ocupados en relación con la población mayor de 16 años.

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

EE. UU.: ventas al por menor

Variación interanual (%)



Nota: Sin coches ni gasolina.

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

minoristas, sin coches ni gasolina, avanzaron un 2,3% interanual en febrero, un dato que sin ser excesivamente robusto supone el primer avance intermensual después de dos meses seguidos de retrocesos.

El mercado de la vivienda modera su recuperación. El índice Case-Shiller de precios de la vivienda de segunda mano de 20 áreas metropolitanas encadenó dos años de subidas mensuales ininterrumpidas, con un avance acumulado del 22,6%. No obstante, descontando la inflación el índice sigue un 29% por debajo del promedio de 2006. La continuidad de la mejora del mercado inmobiliario pasa por una recuperación más robusta del mercado laboral y los ingresos de los hogares. En este sentido, la iniciación de viviendas tuvo una evolución plana en 2013 y a inicios de 2014 y el índice de ventas de la National Association of Home Builders de marzo se quedó en los 47 puntos, lejos de los 58 de agosto de 2013.

Los precios al consumo siguen moderados. El IPC de febrero avanzó un 1,1% interanual (0,1% intermensual), por debajo del 1,6% de enero y del objetivo del 2% de la Fed. Por su parte, el IPC subyacente (sin energía ni alimentos) se situó en un 1,6% interanual, que sin la contribución de los alquileres hubiera sido un 0,8%. La persistencia de la inflación por debajo del 2% da margen a la Fed para prolongar la política de tipos bajos, a la vez que supone una dificultad añadida para los hogares endeudados.

JAPÓN

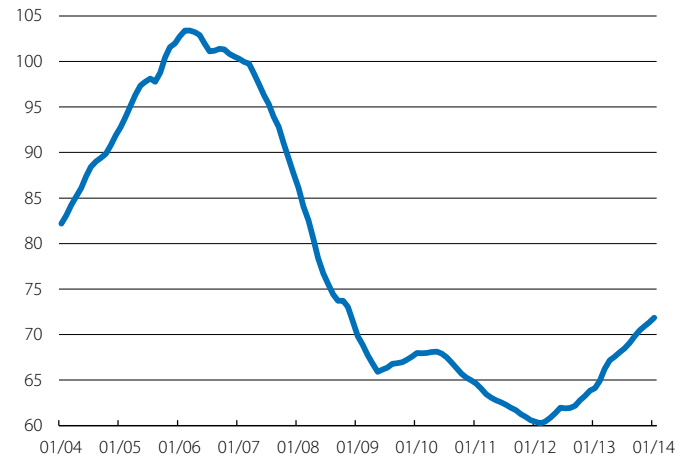
Japón creció un 2,5% interanual en el 4T a la espera de la subida del IVA. Esa cifra causó cierta decepción, teniendo en cuenta que consumo privado e inversión se beneficiaron del aumento del gasto en anticipación de la subida del IVA en abril (del 5% al 8%). Los efectos finales de esta medida marcarán el ritmo de la economía nipona en 2014. Hasta el momento, parece que las políticas expansivas de Shimzo Abe han alentado el crecimiento de forma efectiva. La producción industrial (en Japón está muy ligada a la evolución del PIB) y los pedidos de maquinaria (indicador avanzado de la inversión productiva) perfilan una tendencia alcista a lo largo de 2013. Asimismo, el precio del suelo del área de Tokio registró en el conjunto de 2013 un avance del 0,7% después de cinco años de descensos. Estos datos positivos hacen que, pese a la decepción que supuso el PIB del 4T, nuestra previsión para el conjunto de 2014 solo sufra una revisión mínima, quedando en el 1,3%.

El sector exterior sigue siendo deficitario, con un déficit comercial de febrero mayor de lo esperado. El yen barato no acaba de relanzar las exportaciones y alimenta una factura energética creciente que supuso el 36,4% del total de las importaciones de 2013 (el 23,7% en 2010).

En el plano de los precios, la deflación no puede darse por erradicada. El IPC registró un 1,5% interanual en febrero, pero el ritmo de la escalada ha perdido fuelle en los últimos meses. El índice subyacente (sin energía ni alimentos) avanzó un tímido 0,7% interanual, pese al efecto alcista de la debilidad del yen. Por su parte, los salarios, que son la piedra de toque para asentar el necesario crecimiento de la demanda interna, subieron un 0,2%

EE. UU.: índice Case-Shiller *

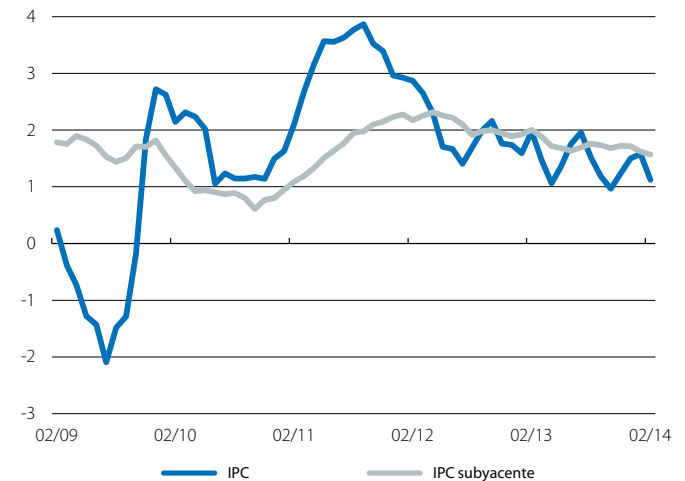
(Índice)



Nota: * En términos reales, base 100 = promedio 2006.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Standard & Poor's.

EE. UU.: IPC

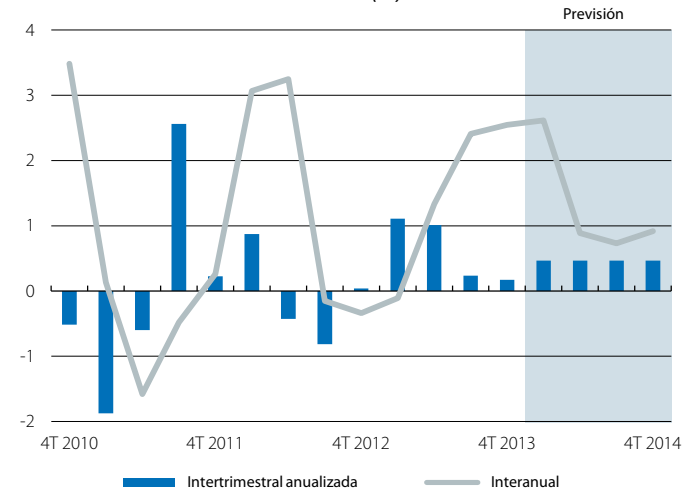
Variación interanual (%)



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

Japón: PIB

Variación interanual e intertrimestral (%)



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

interanual en enero, después de 16 meses de descensos. Es un dato esperanzador, pero todavía insuficiente. Estos titubeos en materia de inflación, así como la debilidad del sector exterior, hacen probable que el Banco de Japón se decida a incrementar su expansión cuantitativa, probablemente a lo largo del verano.

EMERGENTES

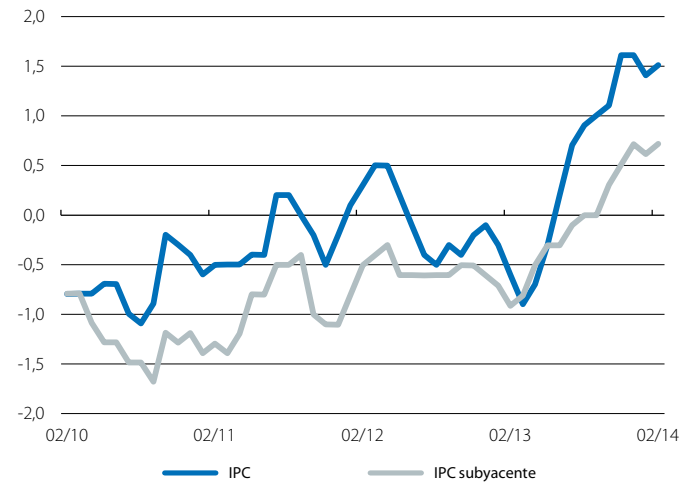
La desaceleración China parece asumible. La producción industrial, las ventas minoristas y otros indicadores adelantados se situaron por debajo de la media de 2013, aunque podrían estar distorsionados por el parón del Año Nuevo Chino. Los precios moderados dejan margen de maniobra a la autoridad monetaria para políticas de apoyo a la demanda (véase el Focus sobre la desaceleración en China).

En el resto de países emergentes se corrigen los desequilibrios, salvo en Brasil y Turquía. La India volvió a registrar un descenso de la inflación en febrero, gracias a los precios de alimentación. Lo mismo ocurrió en Indonesia, aunque en menor medida. Asimismo, los déficits por cuenta corriente de la India, Indonesia y Sudáfrica, tres de los emergentes considerados débiles, se han reducido. La otra cara de la moneda es que los indicadores de actividad avanzan a un ritmo inferior al de 2013. México dio la nota positiva, con una economía que va ganando tracción al tiempo que reduce su inflación. Entre las grandes economías emergentes, Brasil es el que ve un mayor deterioro, con unas tensiones inflacionistas que persisten y un crecimiento económico que va a menos. Por su parte, Turquía sorprendió al alza con un avance del 4,4% interanual en el 4T de 2013 (4,3 en el 3T), apoyada en su demanda interna. El dato fue positivo pero los fuertes desequilibrios por cuenta corriente y de precios acrecientan la necesidad de ajustes macroeconómicos. En este sentido, las recientes elecciones locales refuerzan al Gobierno y reducen la incertidumbre sobre el rumbo de la política económica.

El conflicto entre Rusia y Ucrania afecta las perspectivas económicas de ambos países. La caída del régimen pro ruso de Ucrania y su sustitución por un Gobierno más cercano a la Unión Europea condujo a un proceso políticamente complicado de segregación de Crimea de Ucrania y posterior integración en Rusia. Al cierre de este informe se había producido una aceptación de facto por parte de la comunidad internacional de la adhesión, sin riesgo de conflicto militar pero con la adopción de sanciones (leves) contra Rusia. La coyuntura rusa ya estaba dominada por una complicada combinación de bajo ritmo de actividad y tensiones inflacionistas (en febrero la inflación se situó en el 6,2% interanual). El conflicto político ha intensificado la incertidumbre financiera y provocado una reacción negativa de los inversores internacionales (salidas de capitales). Estos acontecimientos nos hacen revisar a la baja nuestra previsión de Rusia, con un avance esperado del PIB del 0,8% en 2014 (1,9% anterior) y un 1,4% en 2015 (2,5% anterior). Por su parte, el riesgo de una eventual crisis de balanza de pagos en Ucrania se aleja tras el reciente acuerdo de ayuda financiera del FMI. Ucrania recibirá un total de 27.000 millones de dólares de donantes internacionales, de los cuales el FMI aportará unos 14.000-18.000 millones.

Japón: IPC

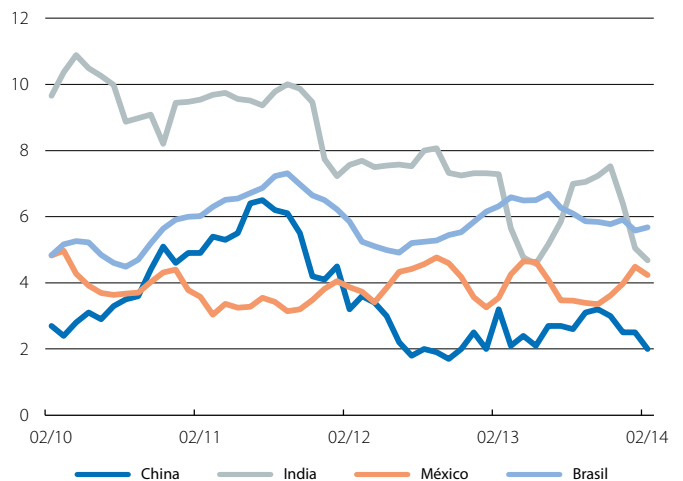
Variación interanual (%)



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

Emergentes: inflación

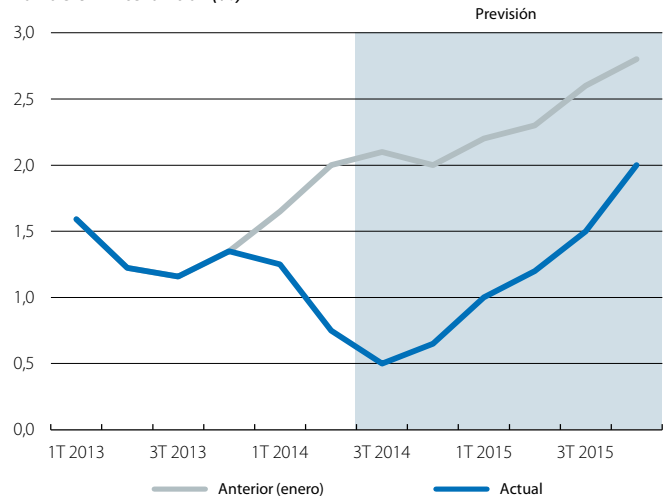
Variación interanual (%)



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

Rusia: PIB

Variación interanual (%)



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

FOCUS · Asia, una región endeudada pero dinámica

La vigilancia del mapa de vulnerabilidades de los distintos países emergentes ha ganado protagonismo tras las tensiones que han sufrido a lo largo del último año. El endeudamiento ocupa un lugar destacado en el chequeo. La región asiática (la India y Extremo Oriente, exceptuando Japón) ha aumentado notablemente el nivel de deuda total entre 2007 y 2013: del 149% al 211% del PIB considerando la suma de hogares, empresas no financieras y gobierno. Evaluar hasta qué punto esto supone una vulnerabilidad requiere examinar ciertos detalles.

Las economías asiáticas, con un modelo de crecimiento basado en la exportación, sufrieron duramente cuando la demanda global se debilitó a causa de la crisis iniciada en 2007. La respuesta a este *shock* fue estimular la demanda interna incrementando el endeudamiento. Las condiciones de partida eran propicias para emprender esa ruta: un exceso de ahorro (que se reflejaba en un superávit corriente del 7,4% del PIB) y un déficit fiscal prácticamente nulo. Entre 2009 y 2012, el endeudamiento contó con la ayuda de unas condiciones financieras holgadas y unos bajos tipos de interés reales, derivados de la laxitud monetaria global propiciada por la Reserva Federal estadounidense, pero también por los propios países emergentes.

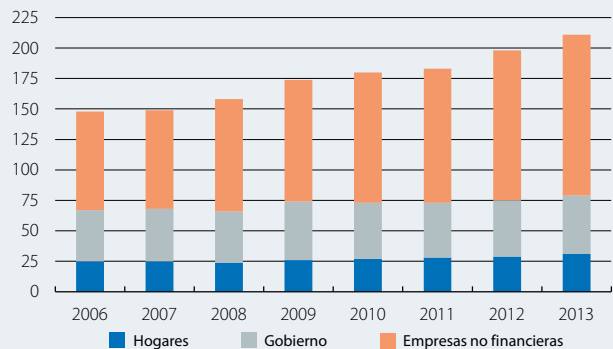
El endeudamiento asiático se ha concentrado en el sector de las empresas no financieras. En términos del PIB, las empresas pasaron de endeudarse un 81% en 2007 a un 132% en 2013, lo que equivale a 51 puntos de los 62 arriba señalados. Se trata de un nivel elevado en términos históricos y en comparación con otros países. El gran riesgo de esta situación radica en que este endeudamiento empresarial no redunde en una mejora de la productividad del capital. Sin mejoras en este sentido, sería de esperar una relativa moderación del crecimiento que, unida al envejecimiento demográfico, dificultaría la reducción de la deuda. Una previsible subida de los tipos de interés reales, alentada por el cambio de política de la Fed, complicaría aún más el panorama.

Sin embargo, la situación es heterogénea entre países. La nota relativamente positiva es que los registros más elevados, en cuanto al nivel de deuda y su evolución reciente, se concentran en las economías «fuertes» de la región: China, Hong Kong, Singapur y Corea del Sur. En cambio, las economías consideradas más «débiles» –la India e Indonesia– tienen un endeudamiento más moderado, aun considerando su menor renta per cápita. Así, aunque la India arrastra la mayor deuda pública de la región (67% del PIB), una inflación alta y unas reformas estructurales pendientes, resulta tranquilizador observar que el total de su deuda (empresas, hogares y Gobierno) se quedó en el 136% del PIB en 2013, sensiblemente por debajo del promedio de la región y tan solo 7 puntos por encima del

nivel en 2007. Por su parte, Indonesia registró una deuda total del 74% en 2013, la menor del grupo de países analizados. El factor demográfico también juega a su favor, ya que la India e Indonesia escapan de la tendencia general de envejecimiento de la población predominante en la región. Las cifras más llamativas corresponden a China, cuya deuda total pasó del 148% al 244% del PIB (del 97% al 173% en el caso de empresas no financieras). El riesgo que esto supone debe evaluarse en el marco del proceso de reequilibrio y transformación de la economía china, así como de las peculiares reglas de funcionamiento de un sistema dominado por el Estado. Hong Kong, Singapur y Corea también presentan una deuda elevada, pero en el contexto de una renta per cápita muy superior y un sistema financiero más desarrollado. En todo caso, no hay que olvidar las fortalezas inherentes de la región, que se concretan en un elevado potencial de crecimiento. Además, globalmente los Gobiernos y los hogares mantienen un nivel de endeudamiento relativamente contenido.

Economías asiáticas: evolución de la deuda por sectores*

(% del PIB)

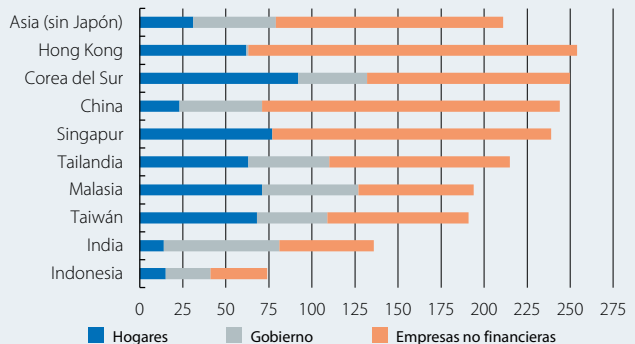


Nota: * Estimación para 2013. China, Hong Kong, Singapur, Malasia, Indonesia, Tailandia, India, Taiwán, Corea del Sur.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de MS Research y el FMI.

Economías asiáticas: deuda por países y sectores*

(% del PIB)



Nota: * Estimación para 2013. China, Hong Kong, Singapur, Malasia, Indonesia, Tailandia, India, Taiwan, Corea del Sur.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de MS Research y el FMI.

FOCUS · A vueltas con el *hard landing* en China

Ya va siendo habitual que la prensa y no pocos analistas recurran a la expresión «aterrizaje brusco» cada vez que China publica datos más débiles de lo esperado. En marzo ha vuelto a suceder. Ante este entorno de alarmismo recurrente, un análisis más sosegado que permita poner en perspectiva las cifras es un ejercicio aconsejable para no caer en una espiral de desánimo.

Examinemos, antes de nada, los indicadores que han provocado el revuelo actual. Efectivamente, tanto la producción industrial como la inversión en capital fijo urbano y las ventas minoristas han disminuido su ritmo de avance en el conjunto de enero-febrero con respecto a 2013 (en términos interanuales: 8,6% frente a 9,7%, 17,9% frente a 19,6% y 11,8% frente a 13,1%). Sin embargo, hay que tener en cuenta diversos atenuantes. Primero, el calendario de festividades del Año Nuevo lunar distorsiona la comparación en perjuicio del ejercicio actual. Segundo, los avances intermensuales siguen siendo positivos y sobresalientes en los tres indicadores. Y tercero, la revisión al alza de las ventas minoristas para el conjunto de 2013 (del 11,4% al 13,1%) ha sido un apunte positivo ignorado en la mayoría de artículos mediáticos. En el frente exterior, la fortaleza de las exportaciones de enero, que avanzaron un +10,6% interanual, quedó empañada por la debilidad de febrero (-18,1%). Pero vuelve a ser difícil discernir si los datos de exportaciones para el conjunto de enero y febrero fueron realmente pobres, pues al efecto distorsionador de las celebraciones del Año Nuevo se deben añadir las sospechas de sobrefacturación en las exportaciones durante los cuatro primeros meses de 2013. Por su parte, las importaciones se mostraron vigorosas tanto en enero como en febrero (+10% interanual), lo cual no deja de sorprender, pero en positivo, ante el escenario de demanda ciertamente algo más débil que nosotros mismos esperamos. En este sentido, el índice de gestores de compras (PMI) de manufacturas disminuyó en febrero por tercer mes consecutivo, pero permanece por encima de 50, el umbral que denota expansión, mientras que el PMI del sector servicios subió hasta los 55,0 puntos, el máximo en tres meses.

En este contexto, la decisión de devaluar ligeramente la divisa, la reciente relajación de las condiciones monetarias, el primer impago de bonos por parte de una empresa china y las palabras del primer ministro, Li Keqiang, reconociendo que este va a ser un año difícil, son elementos adicionales que numerosos analistas resaltan al hablar de un inminente *hard landing*. Sin embargo, en nuestra opinión, estos eventos no deben leerse en clave negativa, sino más bien al contrario. La devaluación ha venido acompañada de una ampliación de la banda de fluctuación del yuan, en línea con la liberalización financiera anunciada por el nuevo Ejecutivo, y junto con el relajamiento de los tipos monetarios constituirá un factor de estímulo. El primer impago corporativo es otro signo del cambio de modelo hacia «más mercado», cuyo efecto disciplinante debe servir para incentivar la eficiencia en la asignación de recursos. Además, el primer ministro ha ratificado un sustancial objeti-

vo de crecimiento del PIB para 2014: el 7,5%. Dado el papel hegemónico que todavía ejerce el Estado sobre las palancas del crecimiento (al menos a corto y a medio plazo), hay que tomar muy en serio este objetivo.

Sin duda, es difícil calibrar el ritmo de avance apropiado de la actividad en un proceso de cambios estructurales sin precedentes como el actual. La economía china ya lleva tiempo en régimen de aterrizaje suave, por ahora con notable éxito. Esta moderación se enmarca en una transformación del modelo de crecimiento hacia un mayor protagonismo del consumo y los servicios frente al sector exterior y la inversión en infraestructuras. Es cierto que afronta riesgos significativos, gestados durante los años de vigoroso crecimiento, como por ejemplo el endeudamiento de ayuntamientos y otros entes locales, el aumento del *shadow banking* y las posibles burbujas de activos. La férrea determinación del Ejecutivo de virar hacia un nuevo modelo de desarrollo menos distorsionado y más sostenible, así como su capacidad para conseguir que la transición sea gradual, son las claves que cabe vigilar. Sobre la voluntad no hay muchas dudas: las contundentes declaraciones reformistas emitidas durante la Tercera Sesión Plenaria del Partido Comunista el pasado noviembre ya se están viendo confirmadas con pasos concretos en la dirección correcta. Sobre la capacidad de maniobra a corto plazo de las autoridades económicas, nuestra opinión es favorable. La reducida inflación del país permite aplicar medidas expansivas de política monetaria (a pesar de la prudencia anunciada por el banco central), mientras que el nivel de endeudamiento público relativamente controlado junto con las elevadas reservas acumuladas dejan margen significativo en el ámbito fiscal. Además, China ha demostrado habilidad en el uso de la política macroprudencial para atajar conatos de inestabilidad financiera. Todo esto hace pensar que el anuncio de un colapso inminente parece prematuro.

Debilidad relativa de la economía china

Variación interanual (%)

	Último dato	2013
PIB	7,7	7,7
Producción industrial	8,6	10,2
Ventas minoristas	11,8	13,1
PMI manufacturas (índice)	50,2	50,8
Exportaciones ¹	4,4	7,9
Importaciones ¹	8,0	7,3
Inversión ²	17,9	19,6
Crédito bancario	14,2	14,5
Precios al consumo	2,0	2,6
Precios del inmobiliario ³	10,8	11,5

Notas: 1. Acumulado 12 meses. 2. Inversión acumulada capital fijo urbano; 3. Promedio precio vivienda nueva 100 ciudades.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Estadísticas nacionales, Thomson Reuters Datastream y China Real Estate Index System (CREIS; SouFun.com).

PRINCIPALES INDICADORES

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

ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14
Actividad									
PIB real	2,8	1,9	1,3	1,6	2,0	2,6	-	...	-
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,9	4,0	4,0	4,2	4,0	3,7	1,8	2,3	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	62,8	75,1	81,0	74,0	79,4	78,3	82,3
Producción industrial	3,6	2,6	2,4	2,0	2,6	3,3	2,9	2,8	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	52,3	50,8	55,7	56,7	51,3	53,2	...
Viviendas iniciadas (miles)	783	929	957	869	882	1.008	909	907	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141,3	158,2	150	157	161	165	168	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,7	7,5	7,2	7,0	6,6	6,7	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,6	58,7	58,6	58,5	58,8	58,8	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-3,3	-2,8	-3,1	-3,0	-2,9	-2,8	-2,8	...	...
Precios									
Precios de consumo	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6	1,2	1,6	1,1	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,9	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	...

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

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

JAPÓN

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Actividad								
PIB real	1,4	1,5	-0,1	1,3	2,4	2,5	-	...
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	44,1	44,8	44,0	41,7	40,5	38,3
Producción industrial	0,2	-0,6	-6,5	-3,1	1,9	5,7	10,4	7,0
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-5,0	6,0	-8,0	4,0	12,0	16,0	-	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	4,2	4,0	4,0	3,9	3,7	3,6
Balanza comercial ¹ (% PIB)	-1,5	-2,4	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4	-2,6	-2,6
Precios								
Precios de consumo	0,0	0,4	-0,6	-0,3	0,9	1,4	1,4	1,5
Precios de consumo subyacente	-0,6	-0,2	-0,8	-0,4	0,0	0,5	0,6	0,7

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

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

CHINA

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Actividad								
PIB real	7,7	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	-	...
Ventas al por menor	14,3	13,1	12,3	12,5	12,8	13,0	11,8	11,8
Producción industrial	10,0	9,9	9,6	9,1	10,1	10,0	8,6	8,6
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,5	50,5	50,8	51,3	50,5	50,2
Sector exterior								
Balanza comercial ¹ (valor)	230	260	272	269	252	260	264	226
Exportaciones	8,0	7,9	18,3	3,9	3,9	7,4	10,6	-18,1
Importaciones	4,3	7,3	8,7	5,0	8,4	7,1	10,0	10,1
Precios								
Precios de consumo	2,7	2,6	2,4	2,4	2,8	2,9	2,5	2,0
Tipo de interés de referencia ² (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1	6,1

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

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

COYUNTURA · Pasos hacia un crecimiento más equilibrado y robusto en Europa

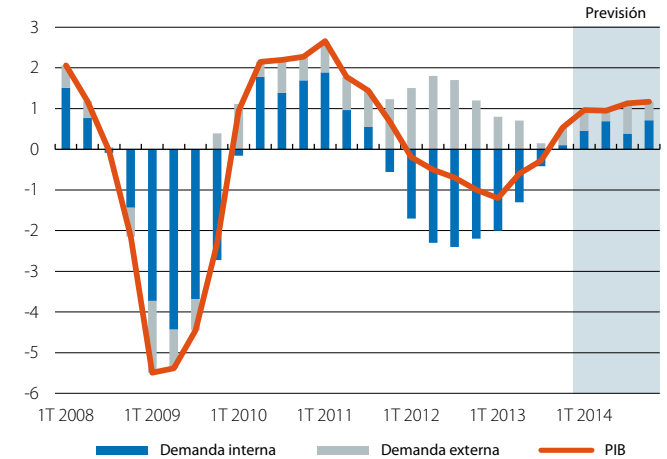
La recuperación económica se consolida. El flujo de indicadores publicados durante el mes de marzo sigue dibujando un escenario de recuperación gradual, pero con matices a tener en cuenta. La demanda interna, especialmente la inversión, presenta un tono algo más robusto de lo que se anticipaba. También la recuperación de los países periféricos está siendo ligeramente mejor de la esperada. Destaca la buena evolución de los indicadores de actividad de la economía portuguesa, que probablemente finalizará con éxito el programa de ayuda financiera con la troika el próximo junio. Paralelamente, los recientes avances para reforzar la integración financiera de la eurozona, con el acuerdo sobre el mecanismo de resolución bancaria, siguen mostrando el compromiso de las instituciones europeas de seguir avanzando hacia un mayor nivel de integración. Con todo, la necesidad de despalancamiento de la economía y episodios de volatilidad puntuales ligados a los países emergentes recuerdan que la recuperación avanza por un camino estrecho no exento de riesgos.

El ritmo de avance de la actividad económica de la eurozona se acelera en el 1T 2014. El índice PMI de manufacturas aumentó notablemente este trimestre hasta los 53,4 puntos. A la firmeza habitual de Alemania se añadió una ligera reactivación en Francia. También el índice de sentimiento económico que elabora la Comisión Europea cerró el primer trimestre del año con un notable avance y se sitúa en los 101,5 puntos. Una vez más, destaca el notable progreso de los países de la periferia: Italia, España y Portugal han alcanzado valores próximos a su promedio histórico. En cambio, a pesar de que repuntara en marzo, el índice de sentimiento económico en Francia todavía está por debajo de su nivel a largo plazo. En conjunto, en Francia los indicadores siguen siendo vacilantes, en línea con una recuperación que no acaba de arrancar.

La demanda interna va ganando protagonismo. Por primera vez en dos años, su contribución al crecimiento del PIB fue positiva, de 0,1 p. p. concretamente. Destacan el avance del consumo de los hogares y, sobre todo, de la inversión (0,1% y 1,1% intertrimestral, respectivamente). Además, los indicadores disponibles para 2014 apuntan a que el ritmo de crecimiento de la inversión no pierde el pulso. Por ejemplo, en enero, la producción industrial creció un 2,1% interanual gracias, en gran parte, al dinamismo de la producción de bienes intermedios y de capital, con avances del 3,7% y del 5,8%, respectivamente. El desglose geográfico muestra que esta trayectoria es generalizada entre países, exceptuando Francia, que también en esta materia se está quedando más rezagada. La evolución de las expectativas de producción de la industria, que mantiene una trayectoria ascendente y ya presenta cifras superiores a su promedio histórico, hace pensar que esta tendencia se mantendrá

Eurozona: contribución de la demanda interna y externa al crecimiento del PIB

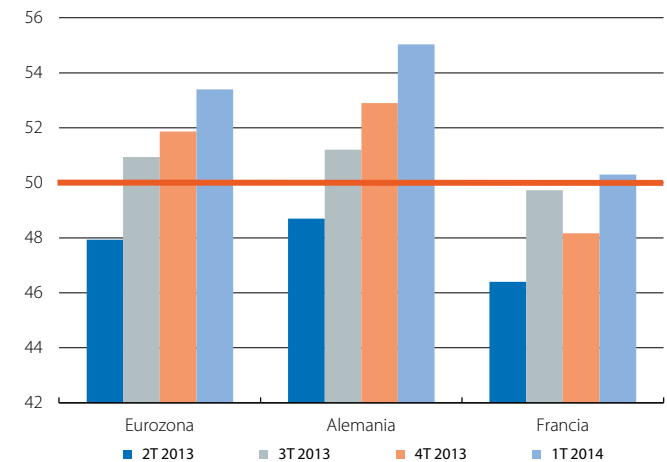
Variación interanual (%)



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

Índice PMI de manufacturas

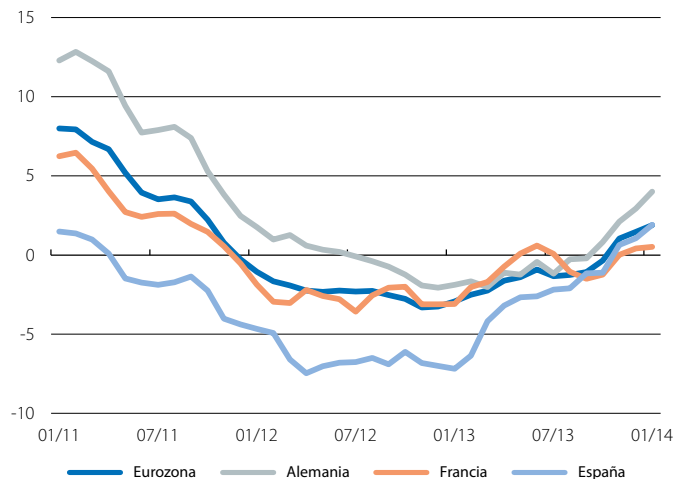
Promedio trimestral



Nota: Valores superiores a 50 puntos suelen ir relacionados con tasas de crecimiento positivas del PIB.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

Índice de producción industrial

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



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

en los próximos meses. El único elemento de la demanda interna que presenta una tendencia negativa es el gasto público, que sigue acusando la necesidad de contener el elevado endeudamiento público.

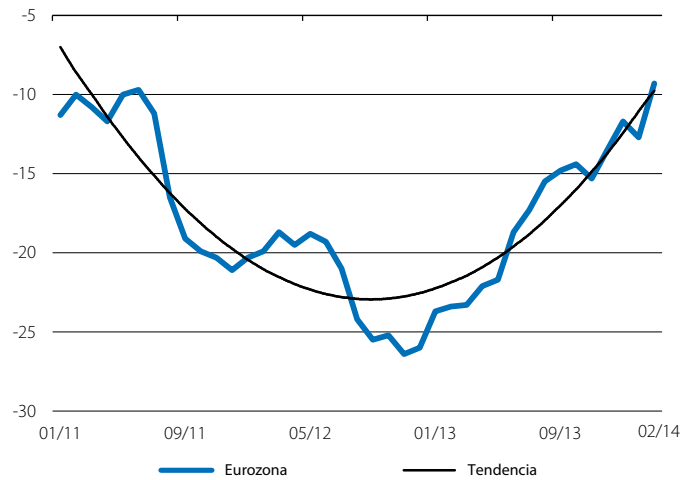
El consumo de los hogares sigue en positivo. La confianza del consumidor avanzó significativamente en el mes de marzo y situó el promedio del primer trimestre del año claramente por encima de los registros de cierre de 2013. Es notable, además, que por primera vez desde mediados de 2011, la confianza del consumidor se ha vuelto a situar por encima del promedio a largo plazo. De nuevo, a esta tendencia la acompaña una reducción de las diferencias entre países, con avances muy significativos de la periferia, hasta ahora más rezagada. La recuperación del consumo de los hogares también se refleja en la evolución de las ventas minoristas, que en enero crecieron un 1,1% interanual. En principio, la tendencia alcista del consumo de los hogares en los próximos meses recibirá el apoyo del mercado laboral, por lo que no debería frenarse: el índice de expectativas de creación de empleo aumentó significativamente durante el primer trimestre del año, especialmente en el sector servicios; y la confianza en las perspectivas laborales de los consumidores ya ha escalado hasta niveles de hace casi tres años.

Portugal deja atrás la crisis política y gana enteros para finalizar el programa de rescate con éxito. La evolución de la actividad económica portuguesa ha sorprendido favorablemente a los analistas durante los últimos meses. Los indicadores muestran, en conjunto, una clara senda positiva (la producción industrial, por ejemplo, se incrementó un 4,2% en enero). Es especialmente relevante el rally de las exportaciones portuguesas en 2013, que aumentaron en términos reales un 6,9% anual (2,2% en Alemania). La llegada de noticias más positivas ha empezado a dar credibilidad a la agenda de reformas estructurales llevada a cabo durante los últimos años y, sobre todo, ha ayudado a que mejore la confianza en la capacidad de crecimiento de la economía lusa a medio plazo. Esto ha permitido a Portugal recuperar el acceso a los mercados de financiación internacionales y cubrir las necesidades de financiación previstas para el presente ejercicio. Todo a punto, por tanto, para que Portugal pueda finalizar con éxito el programa de rescate con la troika a mediados de 2014.

La contención de los costes laborales apoya el avance de la competitividad en la periferia. En España y Portugal, el coste laboral por hora en términos desestacionalizados se contrajo en el 4T 2013 un 0,2% y un 0,6% intertrimestral, respectivamente. Italia presenta una tendencia distinta del resto de los países de la periferia: este índice aumentó un 0,5% intertrimestral. Francia y Alemania, en cambio, se mantienen en tasas de variación intertrimestral claramente positivas, del 0,9% y 0,6%, respectivamente. Este comportamiento diferencial entre los países del centro y de la periferia también es patente en la inflación. En el conjunto de la eurozona, esta volvió a desacelerarse hasta situarse en el 0,5% en marzo (frente al 0,7% de febrero), aunque se espera que pronto empiece a remontar como resultado de la recuperación de la demanda interna. En España e Italia, las tasas de la inflación de marzo, del -0,2% y del 0,3%, respectivamente, fueron inferiores a las del conjunto de la eurozona.

Eurozona: confianza del consumidor

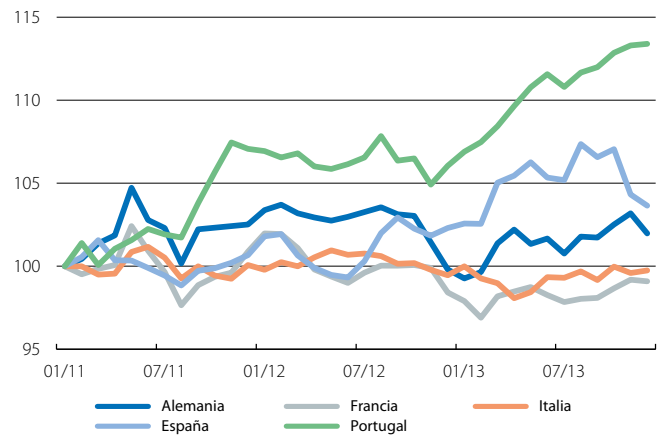
(Índice)



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

Evolución de las exportaciones de bienes en términos reales

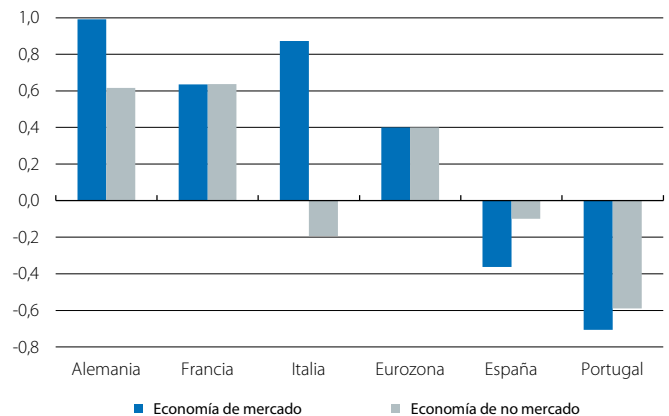
(Índice, enero 2011 = 100)



Nota: Media móvil de tres meses. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Eurozona: coste laboral por hora

Variación intertrimestral en 4T 2013 (%)



Notas: Serie desestacionalizada y ajustada por efectos de calendario. Economía de no mercado incluye Administración Pública, educación, sanidad y actividades sociales y artísticas. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

La fragmentación de los mercados financieros: pendiente de resolución pero en el buen camino.

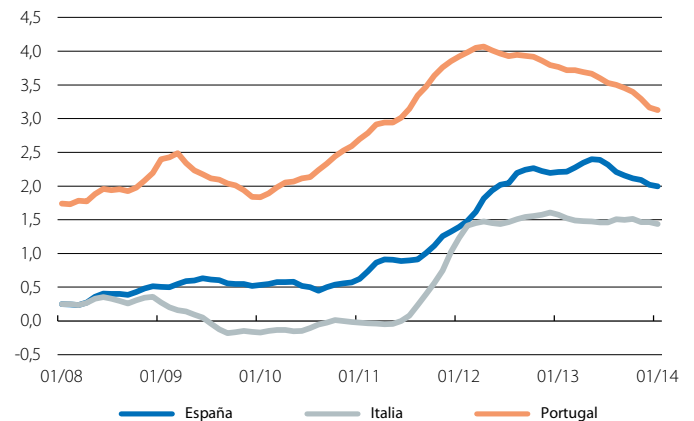
El diferencial del tipo de interés de los préstamos a empresas inferiores a 1 millón de euros entre España y el promedio de los países del núcleo ha bajado gradualmente desde el mes de junio de 2013; en Portugal, también se observa una trayectoria descendiente. En Italia, el diferencial se ha mantenido en el 1,5%, pero no se ha incrementado con la inestabilidad política que ha atravesado el país durante los últimos meses. Parece, por tanto, que las medidas tomadas por el Banco Central Europeo (BCE) y la mejora de la confianza en la capacidad de crecimiento de la periferia están permitiendo reducir lentamente la fragmentación de las condiciones de financiación entre los países de la eurozona. De todas formas, la presión sobre el BCE ha aumentado durante los últimos meses, especialmente por la tendencia decreciente de la inflación y la reciente apreciación del euro respecto al dólar. En este sentido, sorprendieron las declaraciones del presidente del Bundesbank y miembro del Consejo de Gobierno del BCE, Jens Weidmann, en las que no descartaba que el BCE comprara deuda pública y privada para reactivar la economía y alejar las presiones deflacionistas.

El apetito inversor regresa a la eurozona. El tono constructivo que desde hace meses domina el debate en torno al proceso de construcción europeo y la recuperación de la confianza en la capacidad de crecimiento de los países de la periferia, conforman un escenario macroeconómico que vuelve a ser llamativo para los inversores, que intentan rehacer la composición de sus carteras tras ajustar el binomio rentabilidad riesgo en los países emergentes. Las entradas netas en productos de cartera son un buen reflejo de ello. Tras llegar a niveles muy bajos a mediados de 2012, han recuperado los niveles de los últimos años.

El acuerdo sobre el Mecanismo Único de Resolución apunta a la Unión Bancaria. Con este acuerdo, se define el nuevo sistema europeo para reestructurar o liquidar los bancos problemáticos desde una autoridad central. Las negociaciones entre el Consejo y la Eurocámara han introducido modificaciones respecto a la propuesta inicial: se acortan los plazos para la dotación de los 55.000 millones de euros del fondo único de resolución (de 10 a 8 años) y se acelera el ritmo de mutualización (60% de lo constituido en los 2 primeros años, 100% al cabo de 8 años); se simplifica la toma de decisiones; y, durante el periodo de transición, el fondo podrá acceder a los mercados. La contribución de cada entidad al fondo común se hará en función de los activos ponderados por riesgo y el peso de la financiación mayorista, aunque los detalles todavía no se han concretado. Este acuerdo constituye un pilar fundamental en el proceso de unión bancaria, junto con la supervisión única que será llevada a cabo por el BCE a partir de noviembre de este año. Estos nuevos pasos son positivos y permiten ir forjando, poco a poco, una unión económica y monetaria más robusta, imprescindible para restablecer los mecanismos de transmisión de la política monetaria y poner fin a la fragmentación de los mercados financieros.

Tipo de interés del crédito a empresas

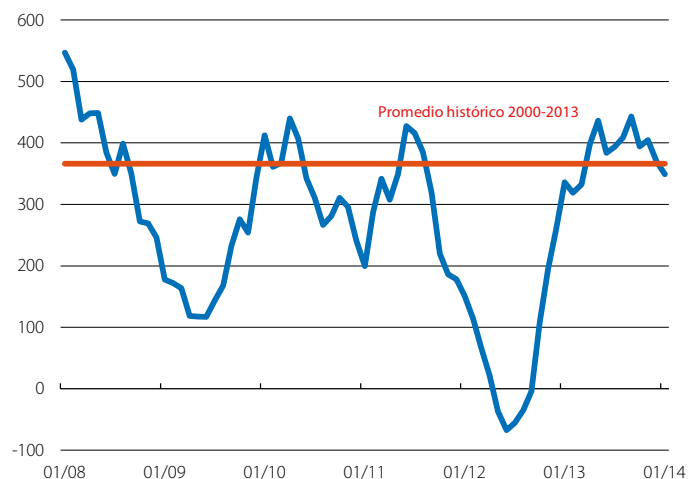
Diferencial con respecto a los países núcleo, media móvil de tres meses (%)



Nota: Núcleo incluye Austria, Alemania, Finlandia, Francia y Países Bajos. Tipo de interés de los créditos inferiores a 1 millón de euros.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Central Europeo.

Eurozona: entrada neta de inversión en cartera

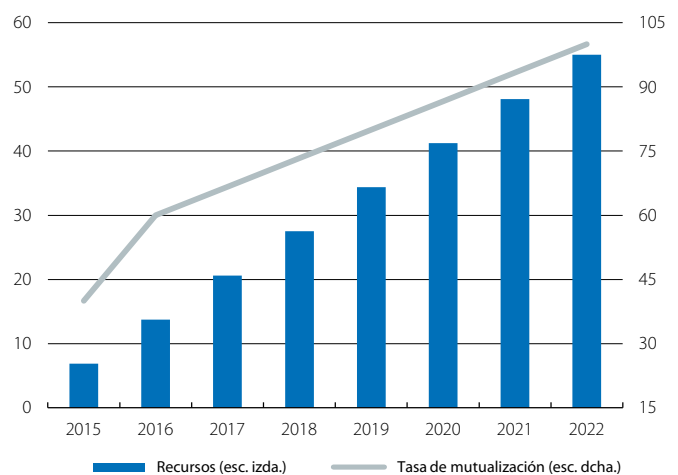
(Miles de millones de euros)



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

Dotación al Fondo de Resolución Bancaria

(Miles de millones de euros)



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

FOCUS · La estrategia del BCE a debate

De la misma manera que en un partido de fútbol muchos seguidores se sienten capaces de diseñar la mejor estrategia para ganar al rival desde las gradas, lo mismo sucede con la política monetaria que debe llevar a cabo el BCE: hay tantas opiniones como artículos se han escrito sobre el tema. La intensidad que ha adquirido el debate refleja la relevancia de la política monetaria en la toma de decisiones de inversión y consumo. En los últimos años, además, la disparidad de criterios también refleja el desconcierto que ha generado la excepcionalidad de la situación económica.

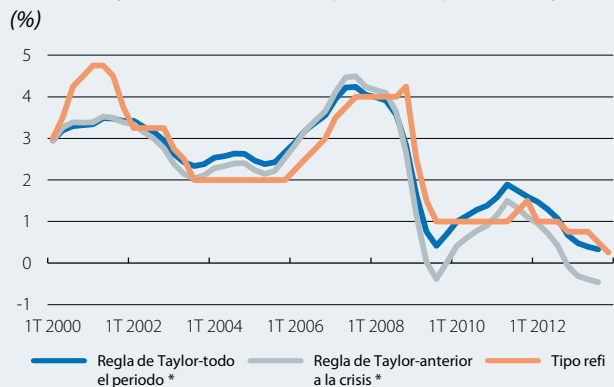
El abanico de herramientas con las que cuenta el BCE para fijar el rumbo de la política monetaria se ha ido ampliando recientemente, pero el tipo de interés de referencia de las principales operaciones de refinanciación (también conocido como *refi rate*) sigue siendo la más importante. Una forma relativamente sencilla de determinar si el nivel en el que se encuentra hoy por hoy es el adecuado consiste en analizar si la inflación y el *output gap* son buenas referencias para predecirlo. Como argumentó J. Taylor a principios de los años ochenta, el rumbo de la política monetaria debe fijarse, sobre todo, en función de estas dos variables: en general, el tipo de interés debe subir cuando la inflación aumenta y cuando la producción se sitúa por encima de la capacidad productiva potencial de la economía. Como se observa en el primero de los gráficos que ilustran este artículo, la capacidad predictiva de estas dos variables ha sido elevada a lo largo de los últimos años. Más interesante es el hecho de que el nivel actual del tipo refi se pueda explicar a partir del comportamiento que ha seguido el BCE hasta ahora. Dicho de otra forma, el único momento en el que el tipo de interés se desvió del patrón general fue el año 2001, al ser más alto de lo que las condiciones económicas sugerían.

Otra manera de analizar si el BCE ha modificado el criterio con el que fija el tipo refi consiste en estimar cómo respondió a cambios de la inflación y del *output gap* hasta 2007 y extrapolar este comportamiento a la situación actual. Como se observa en el primer gráfico, si el BCE hubiera respondido a la inflación y al *output gap* de la misma manera que antes de la crisis, el tipo refi se situaría en niveles ligeramente más bajos que los actuales, entre el -0,25% y el -0,50%.¹ Aunque técnicamente sea posible, de momento el BCE ha evitado fijar tipos de interés negativos. Para compensar lo que *a priori* parece una política monetaria más restrictiva de lo que las condiciones económicas requieren, el BCE ha puesto en marcha otros instrumentos como el *forward guidance*, que ha ayudado a reducir los tipos de interés a largo plazo.

1. Este resultado se obtiene de estimar la misma regla de Taylor que en el caso anterior, pero manejando datos hasta el 4T 2007, y utilizando los coeficientes estimados para determinar el tipo de interés que predeciría con datos hasta 4T 2013.

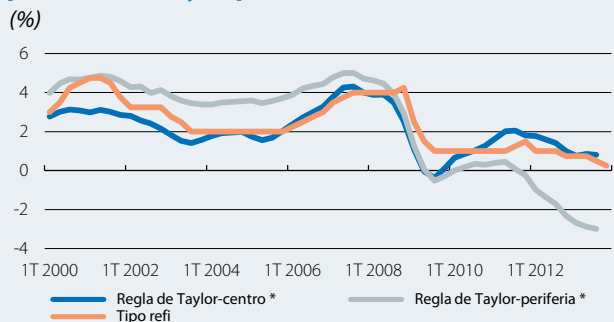
Por tanto, si bien se podría argumentar que el BCE podría llevar a cabo una política monetaria un poco más laxa, no parece que el tipo refi se encuentre muy por encima de lo que exigen las condiciones económicas del conjunto de la eurozona. Las discrepancias emergen a causa de la divergencia de las condiciones económicas entre los distintos países. Si el conjunto de países periféricos tuviera un banco central que respondiera a la inflación y al *output gap* igual que hace el BCE para el conjunto de la eurozona, el tipo refi se encontraría claramente por debajo del nivel actual. En cambio, el tipo de interés de referencia que precisan los países del núcleo (o *core*) es más similar al actual, aunque en parte esto es normal, ya que estos tienen un mayor peso que los de la periferia.

Tipo refi y predicciones según la regla de Taylor



Nota: * Para la predicción del tipo refi se estima una regla de Taylor utilizando la inflación subyacente y el *output gap*. En el caso «Todo el periodo» se estima con datos entre el año 2000 y 2013. Para el caso «Anterior a la crisis» se estima utilizando datos entre 2000 y 2007.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE, la OCDE y Oxford Economics.

Tipo refi y predicciones de la regla de Taylor para el centro y la periferia



Nota: * En «Regla de Taylor-centro» se utilizan los coeficientes estimados en la regla de Taylor para el conjunto de la eurozona y se aplican a los países del centro. Lo mismo se hace para el caso «Periferia».
Centro es Alemania, Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Holanda. Periferia es España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE, la OCDE y Oxford Economics.

FOCUS · La CE pone el semáforo rojo a Italia

La periferia de la eurozona recibe una de cal y otra de arena en el último informe sobre desequilibrios macroeconómicos publicado por la Comisión Europea. Como noticia positiva destaca que España ha dejado de formar parte del conjunto de países con desequilibrios excesivos. El proceso de ajuste que ha llevado a cabo el sector bancario español y la corrección del déficit por cuenta corriente son dos de los ejemplos utilizados por la CE para mostrar el reequilibrio de la economía española. En el lado opuesto, como nota negativa, Italia toma el relevo a España en la «lista negra», compartiendo protagonismo con Croacia y Eslovenia.

Desde 1990 la evolución de la actividad económica italiana ha sido peor que la del conjunto de la eurozona. La CE destaca como principales lastres el elevado endeudamiento público y las persistentes pérdidas de competitividad. En referencia al primero, la deuda pública se situó durante el 3T 2013 en el 132,9% del PIB, un nivel que obliga a la Administración pública italiana a destinar un 5% del PIB anual al pago de los intereses de la deuda y mantiene el *rating* de la deuda soberana en niveles inferiores a los del resto de países desarrollados, lo que acaba afectando a los costes de financiación de las empresas italianas.

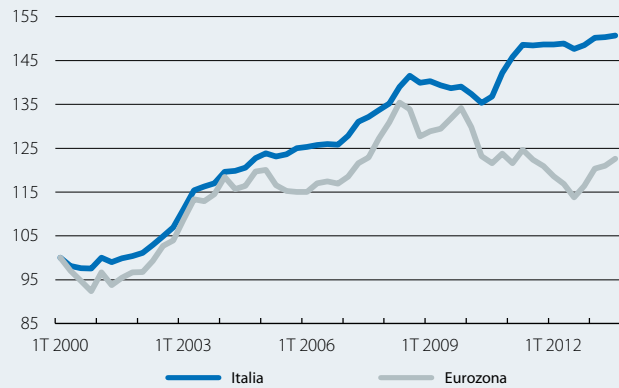
La pérdida de competitividad del país transalpino es igual de preocupante, ya que pone en duda su capacidad de crecimiento a medio y a largo plazo. Sirva para ilustrarlo la evolución de los costes laborales unitarios respecto a los principales socios comerciales, uno de los principales determinantes de la competitividad de un país: desde 2000 han aumentado un 51%, mientras que en el conjunto de la eurozona el incremento ha sido del 24%.

El declive de la cuota de mercado de las exportaciones italianas a nivel mundial es una de las principales consecuencias de la mencionada pérdida de competitividad. Desde el año 2000 ha caído un 27,6%, mientras que para el conjunto de la eurozona el descenso ha sido del 16,5%. Una parte muy importante de los bienes exportados por Italia consiste en productos intensivos en mano de obra poco cualificada, lo que los hace más vulnerables a la competencia de los países emergentes. Concretamente, el 35% de las exportaciones de bienes manufactureros son intensivos en mano de obra poco cualificada, frente al 22% en el caso de la eurozona. La mayoría de países europeos han aprovechado los últimos años para reorientar su producción hacia bienes que requieren una mano de obra más cualificada. Por ejemplo, este tipo de productos ha pasado de representar el 20% del total de las exportaciones de bienes manufactureros italianos en 2007, al 24% en 2012. Para el conjunto de países de la eurozona, en cambio, el aumento ha sido del 36% al 38%.

El reto que tiene la economía italiana por delante no es menor. Según el informe de la CE, para recuperar una tasa de crecimiento similar a la de sus vecinos europeos es imprescindible que lleve a cabo una amplia y profunda agenda de reformas que incluya todos los elementos clave para el buen funcionamiento de la economía: desde el mercado laboral hasta el sistema judicial y la Administración pública. El nuevo Gobierno, liderado por Matteo Renzi, parece que ha tomado buena nota y ha incluido en su agenda muchas de las reformas mencionadas por la CE, como la reforma de la ley electoral, que debería proveer de mayor estabilidad política. De todas formas, la experiencia vivida con los anteriores Gobiernos invita a la cautela.

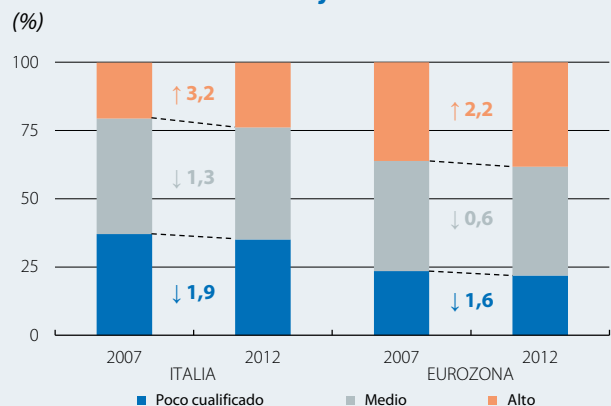
Costes laborales unitarios *

(Índice, 1T 2000 = 100)



Nota: * Costes laborales unitarios vis-à-vis principales socios comerciales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

Exportaciones de manufacturas en función de la cualificación del trabajo utilizado



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

PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14
Ventas al por menor (<i>variación interanual</i>)	-1,7	-0,9	-2,2	-1,0	-0,5	0,2	1,3	...	...
Producción industrial (<i>variación interanual</i>)	-2,5	-0,7	-2,3	-1,0	-1,1	1,5	2,1	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,6	-23,5	-20,8	-15,9	-14,4	-11,7	-12,7	-9,3
Sentimiento económico	90,8	93,8	90,5	90,2	95,3	99,1	101,0	101,2	102,4
PMI manufacturas	46,2	49,6	47,5	47,9	50,9	51,9	54,0	53,2	53,0
PMI servicios	47,6	49,3	47,6	47,5	50,9	51,3	51,6	52,6	52,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (<i>variación interanual</i>)	-0,7	-0,9	-1,1	-1,0	-0,8	-0,5	-	...	-
Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)	11,4	12,1	12,0	12,1	12,1	12	12,0	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,4	5,3	5,3	5,1	5,0	...	...
Francia (% pobl. activa)	10,2	10,8	10,8	10,8	10,9	10,8	10,9	...	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	11,9	12,1	12,3	12,7	12,9	...	...
España (% pobl. activa)	25,0	26,4	26,5	26,4	26,5	26,1	25,8	...	...

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

Sector exterior

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Saldo corriente: zona del euro	1,5	2,5	1,8	2,2	2,2	2,5	2,6	...
Alemania	7,4	7,5	7,3	7,5	7,4	7,5	7,7	...
Francia	-2,2	-1,3	-2,1	-1,7	-1,7	-1,6	-1,7	...
Italia	-0,4	0,8	0,1	0,3	0,6	0,8	0,9	...
España	-1,1	0,7	-0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	97,8	101,6	100,7	100,8	101,9	103,1	103,4	103,5

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Financiación del sector privado								
Crédito a sociedades no financieras ¹	-0,3	-2,4	-1,4	-2,2	-2,9	-3,0	-2,9	-3,1
Crédito a hogares ^{1,2}	1,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2	0,4
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ³ (%)	2,4	2,2	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁴ (%)	3,1	2,8	2,9	2,9	2,8	2,8	2,8	...
Depósitos								
Depósitos a la vista	4,1	7,9	7,9	9,3	7,6	6,6	6,2	6,2
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-1,5	-2,6	-2,7
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-9,7	-15,5	-17,2	-16,8	-12,9	-11,5
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	2,4	2,1	1,8	1,6	1,7	...

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

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

COYUNTURA · Perspectivas de crecimiento favorables para España

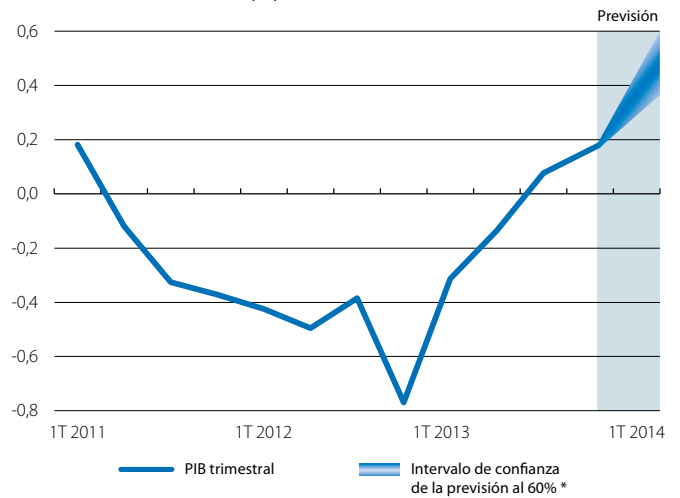
La economía española cierra el 1T 2014 con registros que invitan al optimismo. Los indicadores disponibles para los primeros meses del año apuntan a una aceleración del ritmo de crecimiento. Así lo recoge el índice de actividad económica de "la Caixa" Research, que sitúa el avance intertrimestral del PIB entre el 0,3% y el 0,6% en el 1T 2014, por encima del 0,2% registrado en el 4T 2013. Nuestra previsión, del 0,3%, se mantiene dentro de un rango aceptable de probabilidades, pero parece que el registro final puede ser algo mayor. De hecho, la mayoría de instituciones han revisado al alza sus previsiones de crecimiento recientemente. El Banco de España, por ejemplo, ha elevado la previsión de crecimiento del PIB de 2014 en 6 décimas, hasta el 1,2%, y sitúa el avance de 2015 en el 1,7%. El mapa de riesgos, además, también se está desplazando hacia un terreno más benigno. Así lo recoge el último informe sobre desequilibrios macroeconómicos publicado por la Comisión Europea, en el que destaca los importantes avances que ha hecho la economía española para corregir sus principales desequilibrios. Aunque todavía queda camino por recorrer, esto la sitúa en una posición más aventajada para lograr que el proceso de recuperación vaya ganando fuerza a lo largo del año.

La inversión recupera el terreno perdido. Ya en 2013, el avance de la inversión en bienes de equipo sorprendió positivamente al alza, con una tasa de crecimiento interanual que cerró el año en el 9,6%. En los primeros meses de 2014, los datos de actividad industrial no han decepcionado, y tanto el índice PMI de manufacturas como el índice de producción industrial han seguido registrando progresos importantes. Todo ello queda recogido en la buena evolución del índice sintético de inversión en bienes de equipo durante el 1T. Este dinamismo se traduce, a su vez, en un aumento de la utilización de la capacidad productiva de la industria manufacturera, que en el 1T 2014 alcanzaba el 75,5%, acercándose cada vez más al promedio histórico, próximo al 80%.

El consumo de los hogares titubea tras el tirón de finales de 2013. A pesar de que durante la segunda mitad de 2013 el consumo de los hogares sorprendió positivamente con avances del 0,5% intertrimestrales en el 3T y el 4T, parece que el ritmo de crecimiento se ha moderado en los primeros compases del 2014. Así lo sugiere la evolución de las ventas minoristas, que han frenado su ritmo de avance hasta el 0,3% interanual durante los dos primeros meses del año, frente al 0,9% registrado entre septiembre y diciembre de 2013. Esto contrasta con la buena evolución de la confianza del consumidor, que en marzo alcanzó máximos que no se registraban desde 2004. De hecho, factores de fondo como la evolución del mercado laboral siguen siendo favorables a la recuperación del consumo de los hogares, por lo que la desaceleración de las ventas minoristas debe interpretarse como un fenómeno temporal.

Indicador avanzado del PIB: "la Caixa" Research

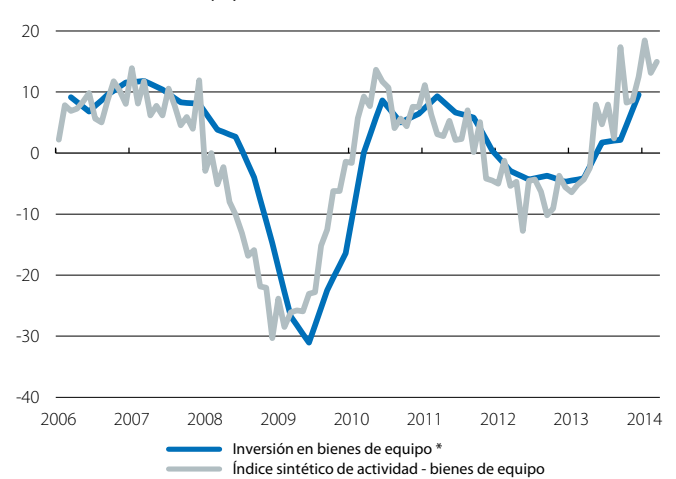
Variación intertrimestral (%)



Nota: * La probabilidad de que el PIB del 1T 2014 se encuentre dentro de este intervalo es del 60%.
Fuente: "la Caixa" Research.

Indicadores de inversión

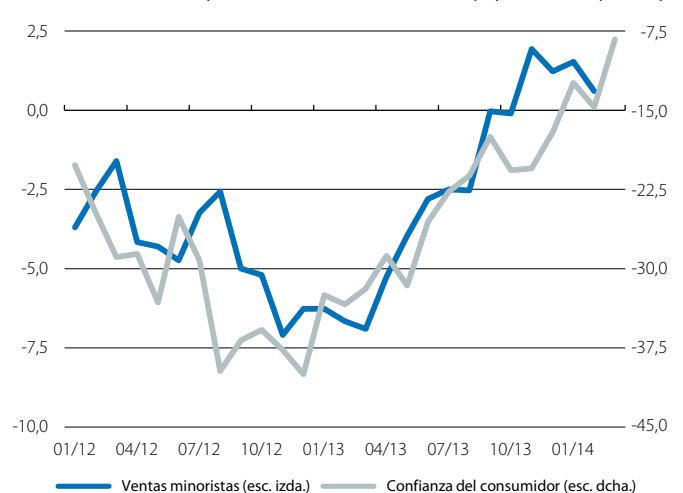
Variación interanual (%)



Nota: * Datos trimestrales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del INE y del Ministerio de Economía.

Indicadores de consumo

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



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

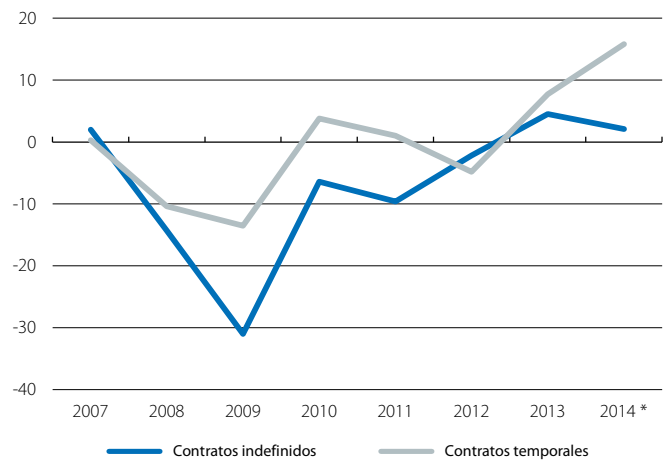
La creación de empleo se intensifica. La mejora del consumo de los hogares responde, en gran medida, al cambio de tendencia del mercado laboral. Sirva de ejemplo que ya hace seis meses que se producen tasas positivas de creación neta de empleo, en términos desestacionalizados. El sector servicios, que ocupa más del 75% de los trabajadores, sigue siendo el principal dinamizador del mercado laboral, aunque también se observan claros signos de mejora en el sector industrial. Asimismo, la incipiente reactivación del mercado laboral se refleja en la firma de nuevos contratos de empleo. Como es habitual, en la fase inicial de un proceso de recuperación la mayoría de los nuevos contratos son temporales. En los dos primeros meses de 2014, estos crecieron un 15,8% interanual, frente al aumento del 2,1% de los contratos indefinidos. Sin embargo, estas diferencias podrían reducirse los próximos meses con la entrada en vigor de nuevos incentivos a la contratación indefinida impulsados por el Gobierno.

El ajuste salarial se mantiene en el 4T 2013. Las ganancias de competitividad han sido claves para impulsar la internacionalización de la economía española durante los últimos años. Esto ha ayudado a que en solo cinco años las exportaciones de bienes y servicios hayan pasado de representar el 27% del PIB al 34%. La evolución reciente de los costes laborales permite pensar que las ganancias de competitividad se están consolidando (en el 4T 2013 estos retrocedieron un 0,3% intertrimestral). De todas formas, también en el resto de países de la eurozona el ritmo de crecimiento de los costes laborales se ha moderado durante los últimos meses, lo que de momento ha frenado las ganancias de competitividad. La evolución de la inflación en España y la eurozona es un buen reflejo de ello. En España se mantiene en cotas muy bajas: en marzo se redujo 2 décimas y se situó en terreno negativo, en el -0,2%. En parte, este último descenso responde a factores temporales y previsibles, como la caída interanual de los precios turísticos teniendo en cuenta que este año la Semana Santa se celebra en abril. Sin embargo, a medida que la recuperación de la demanda interna se consolide la inflación debería ir dibujando una tendencia alcista. De todas formas, el diferencial respecto a la inflación del resto de la eurozona se sitúa en los 0,7 p. p.: allí la inflación se situó en el 0,5% en el mes de marzo, y no se prevé una gran recuperación.

Se confirma el cambio de tendencia de la concesión de crédito nuevo a empresas y hogares. Los datos de febrero muestran un aumento tanto de la concesión de crédito nuevo a las pymes (del 6,0% interanual) como al consumo de los hogares (6,3%). Este repunte, aunque moderado, contribuye al freno de la caída del stock de crédito, que pasó del 9,8% en enero al 9,7% en febrero (sin tener en cuenta el cambio metodológico introducido recientemente mediante el cual se incluye el crédito otorgado a los establecimientos financieros de crédito). Sin embargo, el desglose del saldo de crédito a finales de 2013 muestra diferencias significativas entre los distintos sectores productivos. Destaca la evolución del crédito al sector servicios que, en el 4T 2013, solo disminuyó un 0,4% intertrimestral, frente al 4,4% del crédito a la construcción.

Evolución de los contratos de empleo registrados

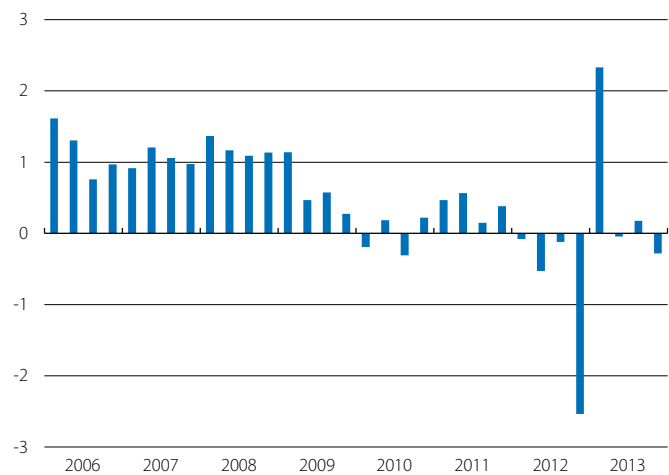
Variación interanual (%)



Nota: * Los datos de 2014 corresponden a la variación acumulada de los dos primeros meses del año. **Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del MEySS.

Costes laborales por trabajador

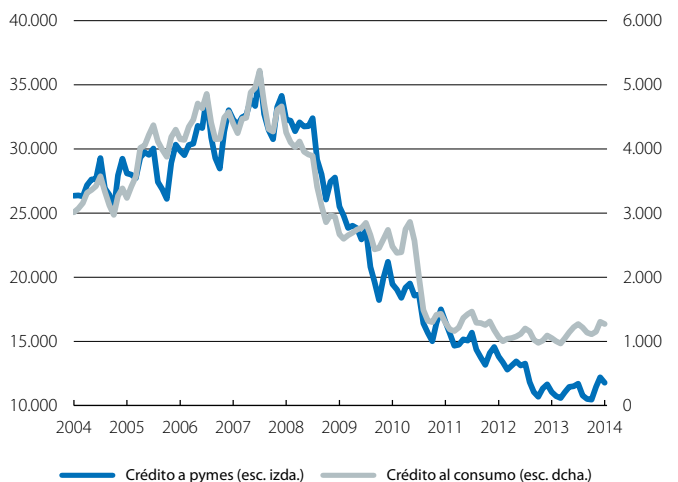
Variación intertrimestral, datos desestacionalizados (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta de Costes Laborales Trimestrales (INE).

Crédito de nueva concesión

Media móvil de tres meses (millones de euros)



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

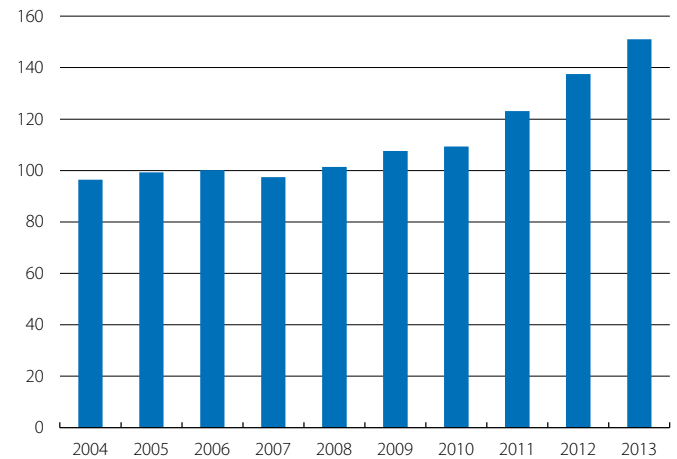
Las exportaciones de bienes ganan vigor y las importaciones, también. A pesar de que durante los últimos meses el volumen de exportaciones avanzó con vacilación, las perspectivas siguen siendo favorables, apoyadas sobre todo en la buena marcha de la demanda de los países de la eurozona. El buen comportamiento del sector exterior también se refleja en el aumento del número de empresas españolas que desarrollan alguna actividad exportadora, el cual ha pasado de 97.100 en 2007 a 151.000 en 2013. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurría en años anteriores, la recuperación de las importaciones frenará la contribución del sector exterior al crecimiento del PIB. Los flujos comerciales de enero permiten ilustrar este nuevo escenario. Durante ese mes, las exportaciones de bienes en términos reales aumentaron un 5,4% interanual, un registro ligeramente inferior al de 2013. El crecimiento de las importaciones en enero, en cambio, se situó en el 6,5%, cerca del doble del crecimiento promedio registrado en 2013.

El sector público cierra 2013 con un déficit del 6,6% del PIB, 1 décima por encima del objetivo. Finalmente, la desviación del saldo público de 2013 respecto al objetivo fijado por la Comisión Europea fue leve. La notable contracción del consumo público en el 4T 2013, del 16,3% interanual, intensificó el ajuste del saldo en los últimos meses del año y redujo el déficit final hasta el 6,6% del PIB. Si se tienen en cuenta las pérdidas reconocidas por las ayudas a la banca, este asciende al 7,1%. En cualquier caso, aunque la corrección de tan solo 2 décimas (6,8%) respecto al déficit de 2012 parezca reducida, es importante tener en cuenta que parte del ajuste del déficit de 2012 (aproximadamente un 1% del PIB) se consiguió mediante la adopción de medidas temporales que se consolidaron en 2013. El desglose del saldo de las distintas administraciones tampoco depara sorpresas significativas: las CC. AA. y la Administración central no alcanzaron los objetivos de déficit fijados por la CE, del 1,3% y el 3,8% del PIB, respectivamente. En contraposición, las corporaciones locales y la Seguridad Social cumplieron con sus límites, permitiendo compensar parte de la desviación del resto de administraciones. De cara a 2014, el nuevo objetivo de déficit fija un ajuste del saldo público de 8 décimas, hasta el 5,8% del PIB. Una corrección que parece asumible dados los planes presupuestarios presentados por las distintas administraciones.

El Gobierno sigue tomando medidas para garantizar un crecimiento sostenido a medio y a largo plazo. En marzo aprobó un Real Decreto-Ley para evitar el cierre de empresas viables, pero con problemas de liquidez y una elevada carga financiera (véase el Focus «RDL 4/2014: incentivos a la reestructuración de la deuda de las empresas» de este mismo Informe Mensual para un análisis más exhaustivo). Asimismo, durante el mes de marzo también presentó el informe de los expertos que debe marcar las pautas de la reforma fiscal, que se espera para antes del verano y en vigor a partir de 2015. El objetivo de esta reforma es establecer un marco fiscal eficiente que contribuya al ajuste del déficit público y estimule el crecimiento. A grandes rasgos, el informe aboga por reducir las cotizaciones sociales y, a cambio, aumentar la imposición indirecta y modificar la imposición directa, simplificándola y ampliando las bases imponibles.

Evolución del número de empresas exportadoras

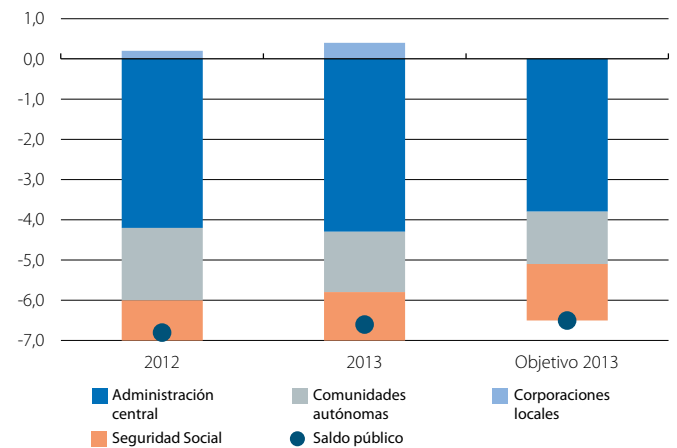
Número de empresas (miles)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Economía y Competitividad (ICEX).

Desglose del saldo público *

Saldo anual (% del PIB)

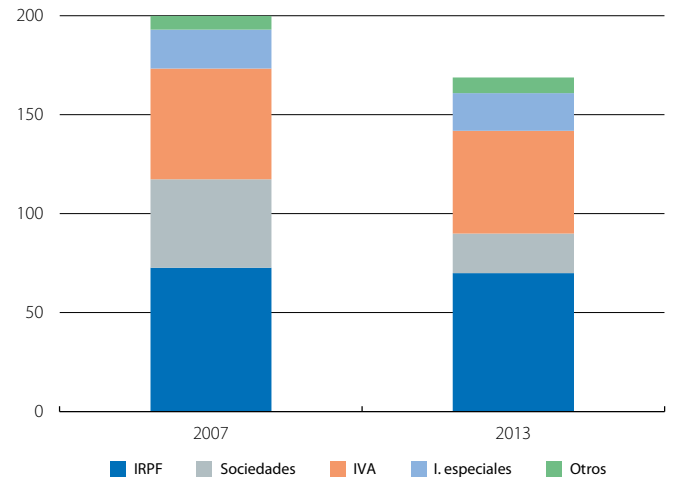


Nota: * No incluye las pérdidas generadas por las ayudas a la banca, del 3,8% y el 0,5% del PIB en 2012 y 2013, respectivamente.

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

Ingresos tributarios

(Miles de millones de euros)



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

FOCUS · La importancia del capital que no se ve

Una inquietud recurrente en los últimos tiempos es la supuesta crisis de inversión en las principales economías occidentales. Sirva de ejemplo que en los principales países desarrollados, entre los años ochenta y noventa, la tasa de crecimiento de la inversión en maquinaria fue, en promedio, cercana al 6% anual, mientras que desde entonces se ha mantenido por debajo del 3%. Para entender hasta qué punto esta tendencia debe preocuparnos, es útil analizar qué se entiende por inversión y cómo se mide.

La teoría económica define la inversión como lo que una empresa gasta hoy para aumentar sus beneficios el día de mañana. Un ejemplo clásico es la inversión en maquinaria: la empresa efectúa un pago para que, gracias a las nuevas máquinas, los trabajadores sean más productivos. ¿Puede considerarse inversión el gasto en formación específica que una empresa ofrece a sus trabajadores? Siguiendo el razonamiento anterior, parece evidente que debería ser así: la empresa hace un gasto hoy y en el futuro producirá más bienes porque los trabajadores serán más productivos. No obstante, el gasto en capital humano específico de la empresa y otros tipos de capital no están incluidos en la Contabilidad Nacional.

Corrado *et al.* (2006) fueron de los primeros en intentar identificar y computar la inversión en estos capitales (llamados intangibles) para los EE. UU.¹ Desde entonces se han creado varias iniciativas para ampliar el estudio a otros países.² Los nuevos capitales intangibles se agrupan en tres áreas: (i) patentes, (ii) marca y (iii) capital organizativo. El primer grupo incluye el gasto en I+D científico, nuevos productos financieros y diseños técnicos. El segundo grupo contiene los gastos en campañas de publicidad que fortalecen la marca y los estudios de mercado. Finalmente, el capital organizativo comprende el gasto en cambiar la organización de la empresa (ya sea usando recursos propios o adquiriéndolos) y la inversión en capital humano específico de la empresa. Comparando la distribución de la inversión en estos activos entre países, observamos que la inversión en estructura organizativa (respecto al total) fue muy inferior en España. En contraste, la inversión en publicidad en España fue muy superior.

La inversión en estos activos intangibles es significativa: en 2005 representaba el 5,0% del PIB en España y el 10,2% en el Reino Unido. El peso de estos activos también aumentó entre 1995-2005, tendencia que previsiblemente ha continuado. Finalmente, nótese que aunque el *ranking* de países que más invierten (como porcentaje del PIB) cambia al incluir estos activos intangibles, las diferencias entre países

1. Corrado, C., Hulten, C., Sichel, D. (2006): «Intangible Capital and Economic Growth», NBER working paper No. 11948.

2. Véase, por ejemplo, Haskel y Westlake (2014): «Look to the intangibles», Free Exchange, The Economist, 20 de febrero de 2014.

se reducen. En definitiva, parece razonable relativizar el desasosiego por la disminución de la inversión, puesto que en parte esta se explica por el aumento del peso de los activos intangibles.

Distribución de los activos intangibles no incluidos en la contabilidad nacional

Peso de cada componente en el total, promedio 1995-2005 (%)

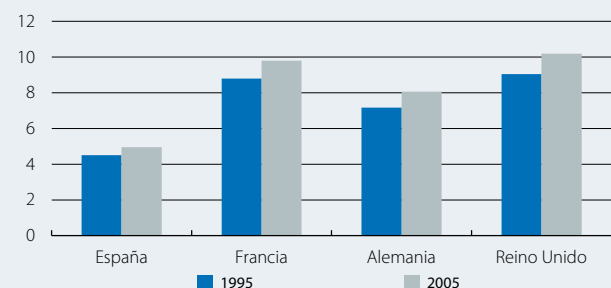
	España	Francia	Alemania	Reino Unido
Patentes				
I+D científico	14,0	21,6	29,3	14,7
Desarrollo de nuevos productos: industria financiera	7,7	8,5	7,7	8,2
Nuevos diseños arquitectónicos y técnicos	17,9	14,9	15,0	13,0
Marca				
Investigación de mercados	7,4	5,0	3,6	4,7
Publicidad	18,9	8,3	12,6	10,9
Capital organizativo				
Capital humano específico de la empresa	14,1	13,9	9,9	7,2
Estructura organizativa propia	12,5	11,9	9,6	27,9
Compra de estructura organizativa	7,7	15,8	12,3	13,2
Total	100	100	100	100

Nota: Últimos datos disponibles.

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

Evolución de los activos intangibles no incluidos en la contabilidad nacional

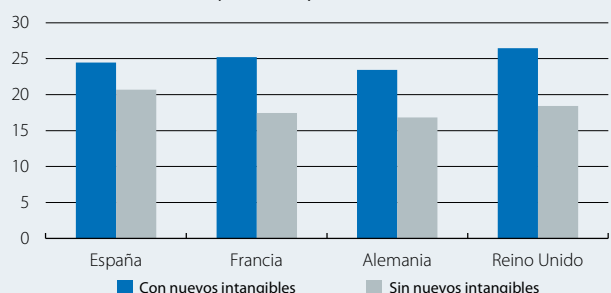
(% del PIB)



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

Efecto de los activos intangibles sobre la inversión

Promedio 1995-2005 (% del PIB)



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

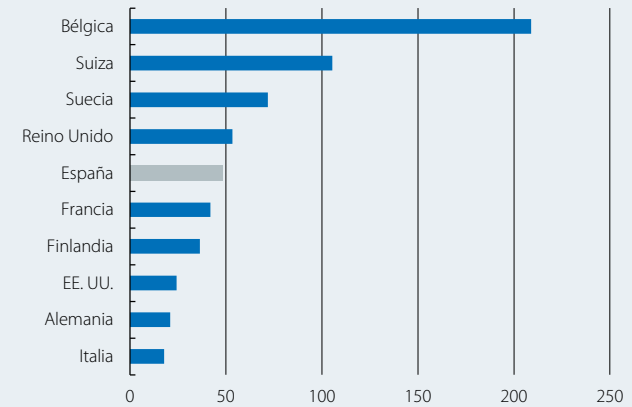
FOCUS · El empresario extranjero vuelve a confiar en la economía española

En España, la inversión a largo plazo en capital productivo llevada a cabo por empresas extranjeras (la inversión extranjera directa o IED), desempeña un papel esencial. En 2012, el stock de IED representaba el 47,9% del PIB y, desde hace años, España ocupa las primeras posiciones en el ranking de las economías desarrolladas que más IED reciben, por delante de EE. UU. y de los principales países de la eurozona, y ligeramente por detrás del Reino Unido. A escala mundial, a pesar de haber aumentado el 11% en 2013, los flujos de inversión extranjera directa todavía no han alcanzado los niveles máximos de 2007. Así pues, en este contexto de menor actividad y de persistencia de la incertidumbre sobre la recuperación en los países de la periferia, es relevante constatar el logro que supone que España se mantenga en el top-10 de países desarrollados receptores de IED. Para entender la solidez y el alcance de esta posición, analizaremos el comportamiento de las inversiones extranjeras en España, centrándonos en la inversión extranjera productiva. Es decir, excluirémos del análisis las operaciones que carecen de efectos económicos directos en el país, como por ejemplo las estrategias de optimización fiscal dentro de un grupo empresarial.

La inversión extranjera aumentó el 8,8% en 2013 después de una caída importante en 2012. Examinando el origen de estas inversiones, observamos que la eurozona continúa siendo el principal emisor (72,8% en 2013) y que, además, contribuyó positivamente al aumento de la inversión total. Fuera de la eurozona, destaca el mayor protagonismo de los países latinoamericanos, que alcanzaron el 7,1% del total en 2013, impulsados por las inversiones procedentes de México. Si analizamos los datos por sectores, reparamos en que tres acapararon casi la mitad del total de las inversiones: las actividades financieras (19,9%), las manufactureras (16,7%) y las inmobiliarias (11,3%). Aunque las inversiones en manufacturas disminuyeron, esta reducción puede interpretarse como un descanso temporal después de los grandes infuljos de 2011 y 2012. Las inversiones en la banca crecieron, pero se pueden justificar como consolidaciones necesarias que se pospusieron durante la crisis y se están llevando a cabo ahora. También cabe destacar la tendencia positiva de las inversiones inmobiliarias, que en 2013 alcanzaron máximos absolutos (llegando a ser más del doble que en 2007).

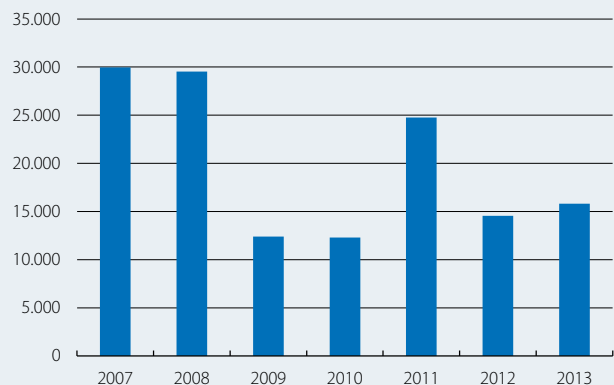
Finalmente, el análisis de las desinversiones también constata la mejora de la confianza de las empresas extranjeras en España. Durante la crisis aumentaron las desinversiones pero en 2013 esta tendencia cambió y disminuyeron el 33,4%. Es decir, el incremento de la inversión extranjera directa bruta (8,8%) infravalora el incremento de la inversión extranjera neta (36,3%). Resumiendo, los datos confirman la buena salud de la economía española como receptora de inversiones extranjeras.

Stock de inversión extranjera directa (% del PIB, 2012)



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

Flujos de inversión extranjera directa (Millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Mineco. Consideramos inversiones sin operaciones de entidades de tenencia de valores extranjeros (ETVE).

Desinversión extranjera directa (Millones de euros)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Mineco. Consideramos inversiones sin operaciones de entidades de tenencia de valores extranjeros (ETVE).

FOCUS · RDL 4/2014: incentivos a la reestructuración de la deuda de las empresas

El pasado 7 de marzo, el Gobierno aprobó un Real Decreto-Ley (RDL) que reforma la normativa preconcursal y que persigue facilitar los procesos de refinanciación y reestructuración de la deuda de sociedades con una excesiva carga financiera, pero que son viables desde un punto de vista operativo.

La normativa concursal actual no ha incentivado estos procesos, lo que ha provocado que muchas empresas en una delicada situación financiera estuvieran abocadas al concurso de acreedores, a pesar de que en algunos casos pudieran ser viables a medio y a largo plazo. Además, la mayoría de las empresas que entraban en concurso acababan siendo liquidadas, con los consiguientes costes liquidativos, la afloración de pérdidas para sus acreedores y el coste social derivado de la pérdida de puestos de trabajo con el cierre de la empresa. Para ilustrar qué tipo de situación pretende remediar este RDL, utilizamos el balance y la cuenta de resultados adjuntos de la «Empresa Viable, SA». El balance de situación presenta un elevado desequilibrio patrimonial (elevada proporción de deuda respecto al patrimonio neto) y un fondo de manobra negativo (mayor deuda a corto plazo que activo circulante). La cuenta de resultados muestra que el resultado operativo es positivo antes del pago de intereses e impuestos, pero insuficiente para hacer frente al servicio de la deuda (para la que suponemos un tipo de interés del 10%). Por tanto, el resultado final de la empresa es negativo, lo que merma aún

Balance ilustrativo de la «Empresa Viable, SA»

Activo	Pasivo
Activo fijo 70	Patrimonio neto 10
Activo circulante 30	Deuda a largo plazo 50
	Deuda a corto plazo 40

Cuenta de resultados ilustrativa de la «Empresa Viable, SA»

Ingresos	100
Coste de ventas	60
Margen bruto	40
Gastos de explotación	25
Resultado operativo (EBITDA)	15
Amortizaciones y depreciaciones	10
Resultado de explotación (EBIT)	5
Gastos financieros	9
Resultado antes de impuestos	-4
Impuesto sobre beneficios	0
Resultado neto	-4

más su patrimonio neto. Ante esta situación, una alternativa pasaría por la reestructuración del pasivo de la empresa, por ejemplo, mediante la aplicación de una quita sobre la deuda o la conversión de parte de ella en capital. El nuevo decreto pretende facilitar este tipo de procesos de reestructuración. Más concretamente, el RDL:

(i) *Facilita la suspensión de las ejecuciones sobre el patrimonio del deudor* necesario para la continuidad de la actividad empresarial. Para ello bastará una comunicación al juez del inicio de negociaciones entre deudor y acreedores. La suspensión puede afectar a todo el patrimonio del deudor si así lo solicita al menos el 51% del pasivo financiero (anteriormente el 55%).

(ii) *Potencia los acuerdos de refinanciación no rescindibles si la empresa llegara a concurso*. Se elimina para ello el requisito de un informe de experto independiente sobre el plan de viabilidad. También se establece una nueva categoría de acuerdos que no requiere de una mayoría de acreedores, pudiendo ser incluso con un solo acreedor siempre y cuando la refinanciación mejore la posición patrimonial del deudor.

(iii) *Incentiva la capitalización de créditos*. Se establece la presunción de culpabilidad del concurso si el deudor no admitió la capitalización ofrecida por los acreedores, siempre que existiera un informe de un experto independiente. A su vez, la CNMV dispensará la necesidad de lanzar una OPA siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la sostenibilidad a largo plazo de la sociedad.

(iv) *Amplía el ámbito de los acuerdos preconcursales homologables judicialmente* (no sujetos a rescisión en caso de que la empresa termine en concurso). Se reduce la mayoría exigida al 51% (anteriormente el 55%). Adicionalmente, estos acuerdos se extenderán a los acreedores disidentes si al menos el 60% (según tipología de acuerdo) de los acreedores con pasivos financieros concurren ante el juez. Los acuerdos homologados también se aplicarán a los créditos con garantía real, tanto en la parte del crédito garantizada como en el importe que exceda la garantía.

(v) *Favorece la inyección de nueva liquidez*. De forma transitoria, durante los próximos dos años, los nuevos ingresos de tesorería (*fresh money*) pasan a ser considerados contra la masa (pago antes que a los restantes acreedores) por el 100% (anteriormente el 50%). Con esta medida, el RDL quiere impulsar, a corto plazo, la reestructuración de la deuda en aquellas empresas excesivamente apalancadas.

El texto aprobado por el Gobierno también recoge otras medidas para favorecer las reestructuraciones de créditos, entre las que se incluye la exención en ITP de las quitas acordadas en los acuerdos de refinanciación y el tratamiento por parte del Banco de España del crédito que haya sufrido operaciones como riesgo normal.

PRINCIPALES INDICADORES

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

Indicadores de actividad

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14
Industria									
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	-3,9	-2,3	-2,4	0,1	-0,9	-0,6	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	-4,0	-2,5	-0,7	1,1	1,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-15,9	-15,4	-12,8	-11,6	-9,5	-8,1	-9,6
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	45,7	47,6	50,5	50,1	52,2	52,5	...
Construcción									
Visados de obra nueva	-42,7	-22,8	-28,0	-27,2	-24,0	-11,9	-20,3	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,8	7,9	0,6	-9,7	-9,8	-22,7	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros	2,0	5,7	1,7	5,3	4,9	10,8	12,3	11,2	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	45,7	46,5	49,3	51,8	54,9	53,7	...
Consumo									
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	-8,4	-5,1	-1,8	0,4	0,9	-0,3	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	-11,1	2,5	8,3	22,6	7,6	17,8	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-32,6	-28,7	-20,5	-19,4	-12,4	-14,7	-8,3

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

Indicadores de empleo

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/13	02/13
Afiliados a la Seguridad Social¹								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-5,8	-5,1	-3,9	-2,5	-1,8	-1,3
Construcción	-17,0	-12,1	-15,8	-13,8	-10,8	-7,9	-6,7	-5,6
Servicios	-1,7	-2,0	-3,0	-2,5	-2,1	-0,4	0,8	1,1
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	-5,1	-4,4	-3,9	-1,8	-0,3	0,1
No asalariados	-1,4	-0,6	-1,4	-1,1	-0,5	0,4	1,0	1,5
TOTAL	-3,4	-3,2	-4,4	-3,8	-3,3	-1,4	0,0	0,4
Población ocupada²	-4,5	-3,1	-4,6	-3,6	-2,9	-1,2	-	...
Contratos registrados³								
Indefinidos	29,7	-14,2	2,3	-29,0	-27,8	-2,1	-2,2	6,8
Temporales	-4,0	6,4	-2,4	6,0	7,1	15,0	15,9	15,7
TOTAL	-1,6	4,0	-2,1	2,0	2,7	13,5	14,3	14,8
Paro registrado³								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-4,3	-6,1	-6,4	-8,0	-7,5	-10,7
Resto de edades	11,7	3,7	8,4	5,2	2,3	-1,2	-2,9	-3,9
TOTAL	10,9	2,7	7,1	4,0	1,5	-1,8	-3,3	-4,5

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

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

Precios

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14
General	2,4	1,4	2,6	1,7	1,2	0,1	0,2	0,0	-0,2
Subyacente	1,6	1,5	2,2	1,9	1,3	0,3	0,2	0,1	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	3,3	4,3	6,0	0,7	0,9	1,2	...
Productos energéticos	8,8	0,1	4,8	-1,1	-2,1	-1,1	0,0	-1,7	...

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

Sector exterior

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	10/13	11/13	12/13	01/14
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	3,9	11,9	4,4	1,8	-2,2	2,9	3,1
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	-6,9	0,6	-0,6	1,1	-0,4	5,6	-0,6
Saldo corriente	-12,4	8,0	-2,8	4,0	7,7	9,1	9,2	8,0	7,6
Bienes	-27,8	-11,6	-20,9	-14,5	-11,5	-11,1	-11,1	-11,6	-10,8
Servicios	37,6	40,9	38,2	38,7	39,3	39,9	40,6	40,9	41,3
Rentas	-17,9	-15,3	-16,3	-15,0	-14,6	-14,5	-14,8	-15,3	-16,8
Transferencias	-4,3	-6,0	-3,9	-5,2	-5,5	-5,2	-5,5	-6,0	-6,1
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-5,8	15,8	4,5	12,1	15,6	16,6	16,2	15,8	15,5

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

Sector público

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-10,6	-7,1	-0,6	-3,0	-4,5	-7,1	-	...
Estado ¹	-8,1	-4,9	-1,0	-3,5	-4,0	-4,9	-0,6	-1,2
Comunidades autónomas	-1,9	-1,5	-0,2	-0,8	-1,0	-1,5	-0,1	...
Corporaciones locales	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,4	-	...
Seguridad Social	-1,0	-1,2	0,3	0,8	-0,3	-1,2	0,2	...
Deuda pública (% PIB)	86,0	93,9	90,0	92,2	93,3	93,9	-	...

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

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

Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	Saldo 01/14 ¹
Financiación a los sectores no financieros²								
Sector privado	-4,0	-7,9	-8,1	-8,3	-8,1	-7,0	-5,6	1.852,2
Empresas no financieras	-4,2	-9,9	-10,6	-10,7	-10,3	-8,1	-5,5	1.070,8
Hogares ³	-3,8	-4,9	-4,4	-4,8	-5,0	-5,5	-5,7	781,5
Administraciones públicas ⁴	14,9	17,0	18,8	18,5	17,5	13,1	10,7	979,3
TOTAL	0,6	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-1,1	-0,5	2.831,5
Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias								
Total depósitos	-4,5	2,1	-0,1	1,8	4,7	2,2	1,3	1.184,1
A la vista	0,2	4,2	0,9	3,2	4,6	8,1	11,0	290,1
De ahorro	-2,8	-0,1	-0,6	-1,1	-0,2	1,4	3,4	203,1
A plazo	-6,7	1,7	-0,9	1,6	5,7	0,2	-3,0	670,5
En moneda extranjera	-4,0	16,8	20,5	22,7	24,1	-0,1	3,5	20,4
Resto del pasivo ⁵	-13,2	-16,8	-20,2	-19,2	-15,3	-12,7	-11,4	127,6
TOTAL	-5,7	-0,2	-2,8	-0,9	2,3	0,5	-0,1	1.311,7
Tasa de morosidad (%)⁶	10,4	13,6	10,5	11,6	12,7	13,6	13,5	-
Tasa de cobertura (%)⁶	73,8	58,0	70,4	65,8	63,8	58,0	58,0	-

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

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

MERCADO LABORAL: CAMBIOS ESTRUCTURALES Y CRISIS ECONÓMICA

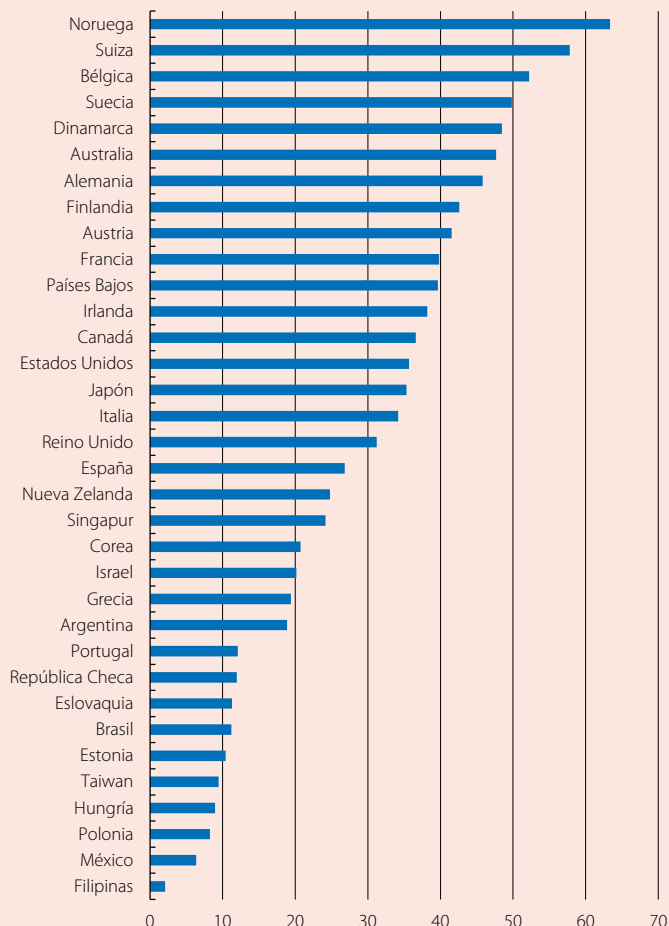
Tendencias globales de los salarios: ¿volveremos a la normalidad tras la crisis?

La evolución de los salarios globales, y en particular el fuerte tirón salarial en ciertos países, suscita posiciones encontradas sobre lo que a veces se ha denominado «el final de la mano de obra barata» en los emergentes. ¿Están fundamentados estos planteamientos? A fin de responder a la pregunta, en el presente artículo compararemos en primer lugar los niveles salariales entre países y después analizaremos su evolución durante el periodo 2000-2011, prestando especial atención a los efectos de la recesión de 2008-2009. Finalmente, para completar esta panorámica a la cuestión de las tendencias globales de los salarios, revisaremos el vínculo entre crecimiento de los salarios y de la competitividad.

El Bureau of Labor Statistics (BLS) estadounidense ofrece una estadística que permite aproximar la cuestión de los niveles salariales relativos. De acuerdo con los datos del BLS, el coste laboral horario total en el sector de las manufacturas de países como Filipinas, Taiwán, México, Polonia o Hungría se situaban en 2012 por debajo de los 10 dólares por hora, cuando en España la cifra

Coste laboral por hora * en el sector manufacturero

2012 (dólares)



Nota: * Incluye salarios, contribuciones a la Seguridad Social y otros impuestos a cargo de la empresa relacionados con el trabajo.

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

era de 27 dólares, de 36 en Estados Unidos y de 46 en Alemania. El BLS no ofrece cifras equivalentes de China para 2012, pero en otro estudio de la misma institución el nivel de salario por hora se situaba en unos 1,4 dólares/hora en 2008. La distancia entre los países industrializados y muchos de los emergentes es, por tanto, muy amplia.

Con todo, estas distancias han tendido a reducirse de forma generalizada en la última década. Entre 2000 y 2007, el salario real medio en las economías emergentes tendió a subir de forma generalizada, acumulando ascensos notables en algunas regiones.¹ Así, según la Organización Internacional del Trabajo (OIT), durante ese periodo el conjunto de las economías emergentes de Europa del Este y de Asia Central vio aumentar el salario real medio en un 134%, y los emergentes del resto de Asia registraron un incremento del 60%. Aunque otras zonas emergentes se situaron en tasas de avance menores (8,5% en América Latina, 5,3% en África), las cifras de las economías desarrolladas fueron inferiores (aumento del 4,5%).² Siendo este el cuadro general antes de la Gran Recesión, cabe preguntarse si el proceso de convergencia de los salarios de los países emergentes con el de las economías avanzadas se ha mantenido tras la crisis de 2008-2009.

Los datos de la OIT reflejan que los salarios, en agregado global, resultaron indudablemente perjudicados por el *shock* económico mundial de 2008. Mientras que en el periodo anterior a la crisis (2000-2007), el crecimiento anual del salario mundial fue del 2,2%, en los dos ejercicios afectados directamente por la Gran Recesión (2008 y 2009) este ritmo se desaceleró al 1,2% anual. Tras la crisis, en el periodo 2010-2011, el avance anual se situó en el 1,6%. Como resultado de esta dinámica, el salario promedio mundial era en 2011 un 6% superior al de 2007. Esta visión general no debe obviar el

1. Promedio mundial obtenido como suma ponderada de seis regiones económicas: África, América Latina y Caribe, Asia, países desarrollados, Europa del Este y Asia Central y Oriente Próximo.

2. La OIT utiliza como medida de salario el salario mensual nacional (sin transferencias ni impuestos), medido en términos reales y ajustado por la paridad de poder de compra. Los datos de este artículo proceden de *Global Wage Report, 2012/13*, OIT, 2013.

Crecimiento del salario real por regiones económicas

Variación anual acumulativa (%)

	2000-2007	2008-2009	2010-2011
África	0,74	1,55	4,15
Asia	6,83	4,86	5,65
Europa del Este y Asia Central	12,91	2,22	5,36
Economías desarrolladas	0,63	0,19	0,05
Latinoamérica y el Caribe	1,17	1,15	1,83

Nota: Los siguientes datos son provisionales: África de 2008 a 2011 y Asia, en 2011.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Global Wage Report 2012/13, OIT.

hecho de que entre las diferentes regiones, y en particular entre las emergentes y el grupo de economías avanzadas, el ritmo de crecimiento difiere notablemente. Así, antes, durante y después de la crisis las economías avanzadas han mostrado ritmos de crecimiento salarial claramente inferiores a los de las regiones emergentes. Por tanto, el proceso de convergencia salarial continúa su curso. Por su dimensión económica, un caso que reclama una atención especial es el de China. Dado que los promedios regionales y mundial se obtienen como media ponderada, el gigante asiático afecta a la lectura de las tendencias mencionadas. Los datos corroboran esta intuición, aunque probablemente en un extremo mayor de lo esperado.

Así, mientras que el salario en Asia en 2011 era un 22% mayor que el de 2007, si se realiza el cálculo excluyendo a China el resultado es que el salario de 2011 de la región hubiese sido un 1% inferior al inicial. El efecto de China no tiene solo una importancia regional, sino una influencia auténticamente global: el aumento, entre 2007 y 2011, del salario promedio mundial pasa de ser un 6%, cuando se incluye a China, a un 1,8% cuando se la excluye.

En este contexto, ¿siguen teniendo relevancia los temores a que los emergentes vean erosionada una de sus bazas competitivas, el salario barato, antes de que completen su plena modernización y se acerquen a los niveles de prosperidad relativa de los países avanzados? De entrada, hay que recordar que la evolución salarial no permite determinar por sí misma si la competitividad de un país se está erosionando o no: si el crecimiento de la productividad es superior al de los salarios, la competitividad del país mejorará. Los datos de la OIT sugieren que, entre 2008 y 2011, esta fue la realidad en bastantes de las economías de Asia, América Latina y África. Por tanto, en numerosas ocasiones se está produciendo un crecimiento salarial que podríamos calificar de «sano». No obstante, entre las excepciones más notorias destaca el caso de China. En los años 2008-2011, siempre de acuerdo con los cálculos de la OIT, el crecimiento salarial real se situó en la zona del 11% anual. Puesto que el crecimiento de la productividad en ese periodo fue del orden del 8%, ha habido una merma de la competitividad del país medida por el coste laboral unitario.

En resumen, de esta revisión panorámica se pueden concluir tres ideas fundamentales. En primer lugar, la distancia salarial entre países avanzados y emergentes sigue siendo amplia. Con todo, y esta es una segunda conclusión que cabe retener, el proceso de convergencia salarial lleva años desarrollándose sin que la Gran Recesión de 2008-2009 haya representado un cambio sustancial de esta tendencia. Finalmente, cabe recordar que en numerosas ocasiones, el crecimiento de los salarios de los países emergentes está teniendo lugar en el contexto que hemos denominado «sano», es decir, con aumentos de la productividad superiores a los incrementos salariales.

Àlex Ruiz

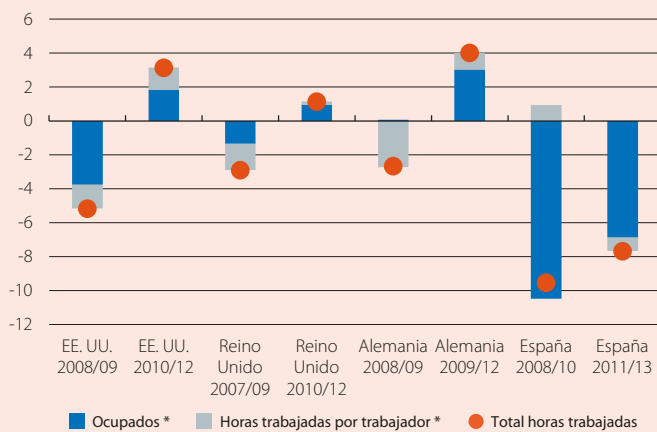
Departamento de Economía Internacional, Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

Mecanismos de ajuste del empleo

El impacto de la crisis económica sobre el mercado laboral ha sido una de las principales preocupaciones en los países desarrollados durante los últimos años. La destrucción de empleo, especialmente si es de larga duración, descapitaliza el país, aumenta el riesgo de pobreza, desanima a las personas afectadas y a su entorno, y supone un importante coste para las arcas públicas. Por tanto, cuando se produce una caída de la actividad económica, en la medida de lo posible es preferible minimizar el efecto sobre el conjunto de la población ocupada. En el presente artículo analizamos cuál ha sido la evolución del mercado laboral en España, EE. UU., Reino Unido y Alemania, destacando algunos de los factores que ayudaron a amortiguar el impacto de la recesión sobre el mercado laboral.

Evolución del total de horas trabajadas

Variación interanual, promedios por periodo (%)



Nota: * Contribución a la variación interanual del total de horas trabajadas.

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

El retroceso del PIB que sufrieron estos países durante la crisis no fue muy distinto entre sí: en el Reino Unido cayó un 7,2% entre 2007 y 2009, y en EE. UU. y Alemania, un 4,3% y un 5,9% entre 2008 y 2009, respectivamente. En España, aunque la recesión ha durado más tiempo, la caída no ha sido mucho mayor: concretamente del 7,0% entre 2008 y 2013. Excepto en España, la evolución del total de horas trabajadas tampoco fue muy diferente. En EE. UU. retrocedieron un 5%, mientras que en el Reino Unido y Alemania el descenso se situó cerca del 3%. En España, en cambio, el retroceso ha alcanzado el 16,5%.

Donde sí son amplias las diferencias entre países es en cómo se ha llevado a cabo el ajuste del número total de horas trabajadas. En España, la reducción se concentró en el descenso del número de ocupados, especialmente durante los primeros años de la recesión, ya que la cantidad de horas trabajadas por trabajador aumentó. Durante los últimos años, en cambio,

el número de horas trabajadas por trabajador contribuyó a atenuar el impacto de la recesión. En Alemania, el número de ocupados se mantuvo prácticamente constante durante la recesión, mientras que el número de horas trabajadas por trabajador descendió un 2,7%. En EE. UU. y en el Reino Unido, el ajuste se encuentra en posiciones intermedias: la mayor parte se llevó a cabo mediante la disminución del número de personas ocupadas, pero el papel que desempeñó la caída del número de horas trabajadas por ocupado no es despreciable.

El ajuste a través de las horas trabajadas por ocupado es útil cuando tiene lugar una caída temporal de la actividad. En EE. UU. y España, dado que la recesión ha sido especialmente intensa y duradera en el sector inmobiliario, es normal que se haya podido amortiguar menos el impacto de la recesión utilizando este mecanismo de ajuste. De todas formas, merece la pena analizar con algo más de detalle los factores que permitieron un uso tan efectivo de la disminución de las horas trabajadas por ocupado en Alemania. Según Schmitt (2011),¹ este se consiguió principalmente por medio de cuatro instrumentos. En primer lugar, un 25% de la reducción de las horas se produjo gracias al subsidio para el desempleo a tiempo parcial. Con esta fórmula, si una empresa disminuye, por ejemplo, un 20% la jornada de un trabajador, este percibe el 20% de los beneficios por desempleo. En segundo lugar, se adoptaron numerosos acuerdos entre trabajadores y empresarios en los que se pactó acortar transitoriamente la jornada. Esta última medida, según el estudio, explica un 40% del descenso de las horas por trabajador que se registró en Alemania durante la crisis. Otro 20% del ajuste se logró a través del sistema de bolsas de horas. Concretamente, los empresarios redujeron la jornada de sus trabajadores a cuenta de las horas que habían acumulado previamente. Por último, el resto del descenso de horas se explica por una disminución de las horas extra.

La flexibilidad horaria no es el único mecanismo para atenuar la caída del número de ocupados en una etapa recesiva, sino que también pueden contribuir a suavizarla los ajustes salariales. La inflación reduce los salarios reales, en la medida en que el salario nominal avanza a un ritmo menor que el IPC. Aunque en mayor o menor grado, en todos los países antes mencionados el crecimiento de los salarios por hora trabajada ha sido inferior al de la inflación durante los últimos años. En EE. UU., el crecimiento de

1. Schmitt, J. (2011), «Labor Market Policy in the Great Recession. Some Lessons from Denmark and Germany», CEPR.

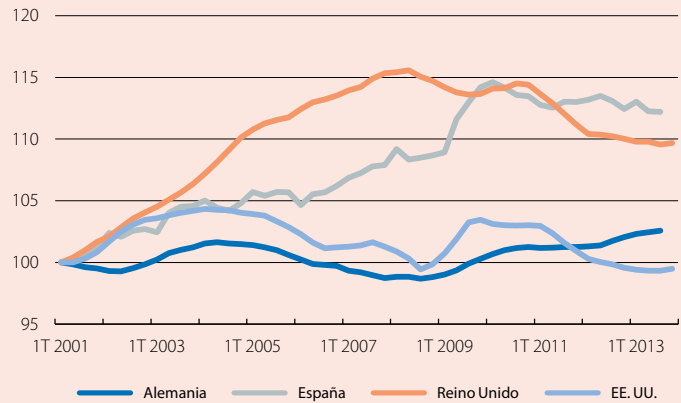
los salarios nominales por hora en el sector manufacturero entre 2007 y 2013 fue relativamente contenido (2,0% anual, en promedio), pero también lo fue la inflación (2,1%). En cambio, en el Reino Unido, al crecimiento relativamente moderado de los salarios nominales (2,4%) se sumó una inflación bastante mayor (3,4%). En España, durante los primeros años de la recesión los salarios nominales en la industria siguieron creciendo a tasas elevadas (del 3,7% entre 2007 y 2011), pero a partir de 2012 se registró un cambio muy notable: entre 2012 y el 3T 2013, el crecimiento de los salarios fue del 1,8% interanual en promedio, mientras que la inflación se situó en el 2,2%.

Tradicionalmente se suponía que los salarios eran muy rígidos y que difícilmente se ajustaban a la baja. Dado que para el conjunto de ocupados en promedio no se suelen dar tasas de variación negativas de los salarios, se presumía que la inflación era la principal vía de ajuste. Sin embargo, un reciente estudio para EE. UU. y Reino Unido muestra que una proporción importante de los trabajadores experimentaron reducciones nominales del salario. Concretamente, Elsby *et al.*² observan que en EE. UU. el 25,5% de los encuestados reportaron una reducción del salario nominal en 2012. Los datos para Reino Unido son similares: en 2011 el 23,1% de los cambios de salario nominales fueron negativos.

En conclusión, la experiencia vivida durante los últimos años debe servir de lección para que mejoren las instituciones que gobiernan las relaciones laborales en todas las economías desarrolladas. Es preciso identificar los factores que han permitido amortiguar con más eficacia el impacto de la última recesión en cada país para poder afrontar con mayores garantías la siguiente. El margen de maniobra es amplio.

Evolución del salario real por hora

(Índice, 1T 2001 = 100)



Nota: Media móvil de tres meses. Datos corregidos de variaciones estacionales. Sector manufacturero.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OECD.

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

2. Elsby, M. W., Shin, D. y Solon, G. (2013), «Wage Adjustment in the Great Recession», NBER Working Paper No. 19478.

Las recesiones y los ajustes de la tecnología

«[...] las depresiones no son simples males que se puedan intentar suprimir, [...] sino formas de algo que debe hacerse, es decir, una adaptación [...] al cambio.»

Schumpeter (1934)

Es una obviedad afirmar que cuando una economía entra en recesión se destruyen puestos de trabajo: algunas empresas quiebran y otras, al sufrir una disminución de las ventas, se ven obligadas a reducir el número de trabajadores. En este artículo, analizaremos si existe un lado positivo (o menos negativo) de las recesiones. Para ser precisos, investigaremos si es verdad, como insinuó Schumpeter durante la Gran Depresión (1929-1939), que las empresas aprovechan los periodos de recesión para adoptar nuevas tecnologías.

Centraremos la atención en las últimas recesiones en EE. UU., que es donde mejores estudios se han llevado a cabo, asumiendo que las conclusiones pueden ser extrapoladas a países de características político-económicas similares. Lo primero que observamos es que la evolución del empleo ha sido muy distinta en las recesiones posteriores a 1990 (1991, 2001 y 2009) si la comparamos con las tres recesiones anteriores (1970, 1975 y 1982). Jaimovich y Siu muestran que mientras que tras las tres primeras recesiones, el empleo no tardó más de seis meses en recuperarse, después de las tres últimas necesitó un mínimo de 17 meses.¹ ¿Cómo explicamos este hecho diferencial? ¿Por qué en estas últimas recesiones se ha tardado más tiempo en crear ocupación?

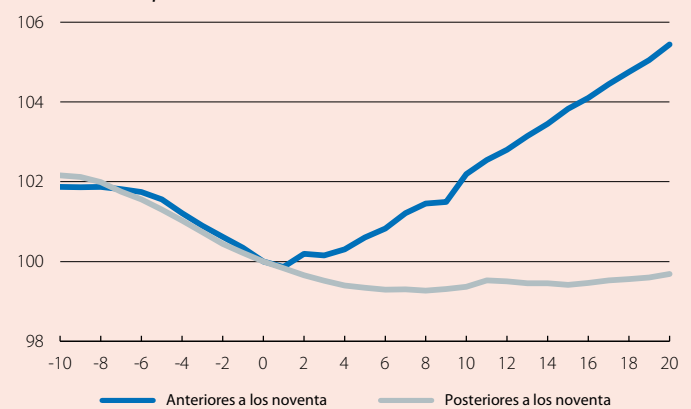
Una posibilidad es que las empresas hayan aprovechado las tres últimas recesiones para ajustar su tecnología, reduciendo de esta forma el número de trabajadores y aumentando la productividad de cada trabajador. Esto podría explicar que las empresas, habiendo cambiado la fabricación o la tipología de sus productos, necesiten ahora menos trabajadores y que estos, al tener que recolocarse en otras empresas (o incluso cambiar de industria), tarden más tiempo en encontrar trabajo. Antes de confirmar esta hipótesis, debemos ratificar dos premisas: (i) que este fenómeno haya tenido lugar especialmente en las tres últimas recesiones y (ii) que los trabajadores más susceptibles de ser reemplazados por la nueva tecnología sean los que hayan tardado más en encontrar empleo. Para hacerlo, es preciso encontrar una tecnología que no estuviera presente antes de los años noventa y comprobar si es verdad que han sido los trabajadores que desempeñan tareas más fácilmente sustituibles por esta tecnología los que perdieron sus trabajos.

La mejor candidata es la revolución de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC), que empezó a finales de los años ochenta. Piense en las veces que ha sacado dinero de un cajero automático, que ha comprado un billete de avión o reservado una habitación de hotel por Internet, o que ha marcado una retahíla de teclas desde su teléfono móvil para comunicar una incidencia al servicio de atención al cliente. Todos estos procesos automatizados que tan familiares nos resultan han transformado sustancialmente el trabajo de empleados de banca, agentes de viaje y operadores de telefonía, por poner algunos ejemplos cotidianos. Menos visibles pero no por ello menos notables han sido las reestructuraciones, tanto internas como externas, que la adopción de estas tecnologías ha propiciado en las empresas. Así, antes de Internet, las empresas podían verse obligadas a replicar centros de información (como por ejemplo datos sobre ventas, pedidos, stock, existencias, etc.) en distintos departamentos porque resultaba costoso acceder a la información necesaria para tomar decisiones. Sin embargo, gracias a Internet, ahora centralizan la información de tal manera que todos los departamentos pueden compartirla fácilmente. Una muestra de reestructuración externa sería la posibilidad de deslocalizar uno o más departamentos a otro país. En resumen, la adopción de las TIC ha provocado que muchos trabajos desaparecieran porque se llevan a cabo bien en otro país o mediante ordenadores.

1. Jaimovich, N. and H. Siu (2013): «The Trend is the Cycle: Job Polarization and Jobless Recoveries», mimeo Duke.

Ocupación en EE. UU. alrededor de las recesiones

Número de empleados, índice (100 = final recesión)



Nota: Las recesiones anteriores a 1990 son promedio de las recesiones de 1970, 1975 y 1982. Las posteriores son promedio de 1991, 2001 y 2009. El mensaje es cualitativamente el mismo sin la última recesión. Véase Jaimovich y Siu (2013).

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

Una vez hemos identificado la tecnología candidata para corroborar nuestra hipótesis tenemos que encontrar el tipo de trabajador que es más susceptible de perder su trabajo. Para ello resulta muy útil descomponer el contenido de cada profesión en tres tipos de tareas: rutinarias, manuales y abstractas. La mejor forma de entender esta composición es simplificándola a través de ejemplos. Empecemos con el trabajo de un médico, cuya tarea es muy abstracta y poco rutinaria y manual, puesto que necesita estudiar cada caso que se le presenta (no puede aplicar una única regla para todos los casos) y por regla general no necesita manipular objetos. El trabajo de un taxista es poco rutinario, poco abstracto y manual, porque necesita estar al volante, controlar los coches, estar atento a las señales de tráfico y desviar la ruta si es necesario. Otro ejemplo es el de cajero de supermercado, un trabajo muy rutinario, manual y poco abstracto, que se limita básicamente a pasar los productos por el escáner de código de barras, enunciar el precio y devolver el cambio. Analizando esta descomposición, parece que el tipo de tarea que pueden desempeñar mejor las TIC es la rutinaria, porque sigue un procedimiento muy estandarizado y sin ambigüedades, conclusión que confirman los estudios de distintos economistas para los EE. UU. Por ejemplo, Autor y Dorn documentan que las áreas metropolitanas más especializadas en trabajos rutinarios en los años cincuenta son las que más adoptaron las TIC y las que recolocaron a sus trabajadores de tareas rutinarias a servicios no rutinarios y de baja calificación.² Nótese que de los tres trabajos que hemos descompuesto, el que muestra un mayor peso de la tarea rutinaria y, por lo tanto, es más susceptible de ser ejecutado por un ordenador, es el de cajero de supermercado, característica que comparte con el resto de ejemplos de nuestra vida cotidiana que ahora llevan a cabo ordenadores (cajeros automáticos, agencias de viajes por Internet y operadores de telefonía). De hecho, en España ya existen establecimientos de gran consumo donde es posible que el cliente pague sus compras sin necesidad de que le atienda una persona. Nótese también que en todos los casos nos estamos refiriendo a trabajos que pueden desempeñar los ordenadores hoy por hoy, no a los que puedan llevar a cabo en un futuro más o menos lejano: coches que circulen sin conductor, robots que realicen pronósticos médicos, computadoras que escriban informes económicos...

Ejemplos de ocupaciones por importancia de la tarea rutinaria

Muy rutinario	Poco rutinario
Carnicero	Taxista
Secretario	Camarero
Contable	Bombero
Cajero de banca	Policía
Mecanógrafo	Médico

Fuente: Autor y Dorn (2013) construyen el índice y ofrecen estos ejemplos de ocupaciones.

Así pues, identificado el cambio tecnológico (revolución de las TIC) y el tipo de tarea (rutinaria) más expuesta a las nuevas tecnologías, el siguiente paso es comprobar si durante las últimas recesiones las empresas han eliminado las tareas más rutinarias y estas ya no se han recuperado. Acudimos de nuevo a Jaimovich y Siu, quienes descomponen la evolución del empleo durante las últimas seis recesiones de los EE. UU. Los autores muestran que en las recesiones anteriores a 1990, los trabajos rutinarios empezaron a recuperarse siete meses después de que finalizara la recesión. No obstante, en las tres últimas recesiones, los trabajos rutinarios perdidos no se recuperaron, sino que siguen destruyéndose. Es decir, mientras que la economía se recupera y la ocupación en trabajos abstractos y manuales aumenta, los trabajos rutinarios siguen desapareciendo. De este análisis se deriva que existe una tendencia a sustituir trabajadores por las TIC para desempeñar tareas rutinarias, pero es durante las últimas recesiones cuando esta tendencia se ha intensificado y se ha efectuado el mayor ajuste.

Para concluir, queremos enfatizar que solo disponemos de evidencia indirecta de la tesis shumpeteriana de que las empresas aprovecharon las últimas recesiones para adoptar las TIC y, por lo tanto, es solo una de las posibles explicaciones de los hechos documentados por Jaimovich y Siu. En cualquier caso, existe evidencia de que la adopción de las TIC se asocia con una destrucción de trabajos rutinarios y de que esta destrucción se ha intensificado en las tres últimas recesiones. Como explicamos en «La globalización y la redistribución de la renta», en el Dossier del *Informe Mensual* de febrero, la implicación social de este análisis radica en que para minimizar los efectos negativos de las recesiones y tener una sociedad mejor preparada para aprovechar las nuevas tecnologías es necesario invertir en educación. En particular, en un sistema educativo que se centre en potenciar las capacidades más abstractas, el campo en el que los humanos aún ganamos a las máquinas.

Sergi Basco

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

2. Autor, D., Dorn, D. (2013): «The Growth of Low-Skill Service Jobs and the Polarization of the U.S. Labor Market» American Economic Review, 103(5), pp. 1553-1597.

La reducción de la población activa estadounidense: ¿jubilados o desanimados?

La recuperación del mercado laboral estadounidense tras la última gran crisis está siendo un camino largo y tortuoso. Muchos han puesto en cuestión su otrora alabada flexibilidad. Entre enero de 2008 y marzo de 2010, se perdieron cerca de 9 millones de puestos de trabajo y la tasa de paro se disparó del 5,0% al 9,9%, una cota que no se alcanzaba desde la recesión de principios de los años ochenta. En los últimos cuatro años, la tasa de paro ha experimentado una mejora lenta hasta situarse en el 6,7% el pasado febrero, cifra cercana al objetivo (6,5%) que la Reserva Federal (Fed) había establecido a finales de 2012 para dar inicio a la normalización de tipos de interés oficiales. Sin embargo, un examen de otras constantes vitales del mercado laboral muestra que la mejora de la tasa de paro exagera la bondad del diagnóstico. Tanto es así que, en su última reunión, el Comité Federal de Mercado Abierto de la Fed retiró el objetivo numérico del 6,5% de su política de orientación monetaria. El margen de mejora pendiente del mercado laboral es una variable crucial para calibrar si las medidas expansivas de política monetaria corren el riesgo de provocar problemas de sobrecalentamiento.¹ Si el margen es considerable, la receta de tipos bajos durante un periodo dilatado anunciada por la Fed no debería preocuparnos. Pero si es escaso, las presiones alcistas sobre los salarios serán una seria amenaza.

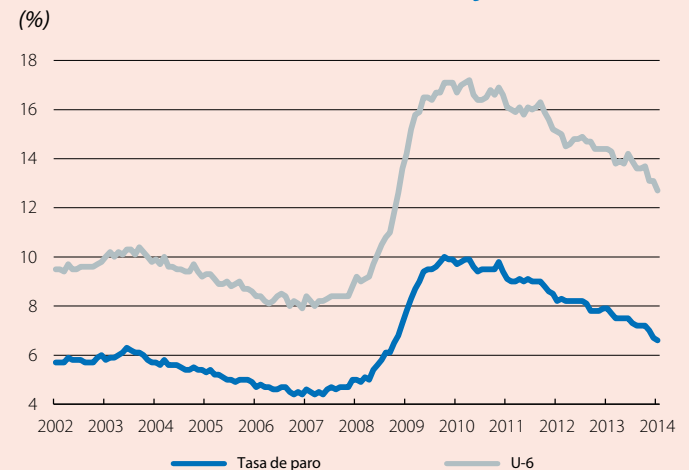
Un análisis más detallado de la tasa de paro (ratio entre población desempleada y población activa, entendida como aquella que se encuentra empleada o busca trabajo de manera activa) muestra que la buena noticia de su reducción queda ensombrecida por el hecho de que es fruto, en gran parte, de la contracción de la población activa o fuerza laboral, y no porque los desempleados hayan encontrado trabajo. En particular, la tasa de actividad (ratio entre la población activa y la población mayor de 16 años) ha pasado de un 66,4% antes de la crisis a un 63,0%, una disminución sin precedentes entre el resto de países desarrollados durante el mismo periodo. Ante la magnitud y trascendencia de este fenómeno, han proliferado los estudios que intentan explicarlo y hacer proyecciones.²

A grandes rasgos, la tasa de actividad viene determinada por tres grupos de elementos. Primero, los factores demográficos, principalmente la proporción de adultos en el total de la población. Segundo, las preferencias socioeconómicas, como la incorporación de la mujer al mercado de trabajo, que marcó la tendencia alcista de la tasa a partir de los años sesenta. Y tercero, los factores cíclicos (frente a los anteriores de carácter más estructural), en particular el efecto desánimo, que se produce cuando las condiciones económicas son tan adversas que hay personas que deciden dejar de buscar trabajo (y lo contrario cuando se producen mejoras cíclicas de la actividad económica).

Aparentemente, la demografía ha tenido un papel significativo en la reducción reciente de la población activa. En concreto, el envejecimiento de la generación del *baby boom* norteamericano (los nacidos entre 1946 y 1964) estaría empujando la tasa de actividad a la baja desde el 2000, cuando la primera ola de *baby boomers* empezó a acercarse a la edad de jubilación. No obstante, la disparidad de resultados en los estudios empíricos sobre el grado de relevancia del factor demográfico es llamativa: mientras que los analistas de la Reserva Federal de Filadelfia estiman que la jubilación de los *baby boomers* explica un abrumador 66% de la disminución de la tasa de actividad, los de la Reserva Federal de Chicago calculan que solo es responsable de un modesto 25%.³ A favor de otorgar una importancia más bien moderada a la demografía está el hecho de que la tasa de actividad también haya disminuido sustancialmente desde el año 2000 en el grupo de adultos con edades entre 25 y 54 años (*prime-age workers*), justamente el grupo que muestra unas mayores tasas de actividad entre el total de la población.

Así pues, otros factores a parte del envejecimiento de la población son importantes para dar cuenta de la reducción en la tasa de actividad. Entre ellos, el más notorio es el desánimo que la dureza de la recesión ha supuesto para aquellos desempleados que, des-

Medidas de infrautilización del trabajo



Nota: Tasa de paro = (desempleados/población activa). U-6 = (desempleados + personas marginalmente ligadas a la población activa + trabajando a tiempo parcial por motivos económicos)/(población activa + personas marginalmente ligadas a la población activa).

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

1. Por margen de mejora del mercado laboral nos referimos al margen existente sobre los recursos ociosos.

2. La tasa de actividad es equivalente a lo que el Bureau of Labor Statistics denomina *Participation rate*. Nótese que dicha tasa a menudo se calcula también como la ratio entre la población activa y la población de entre 16 y 64 años.

3. Chicago Fed Letter (2012), «Explaining the decline in the U.S. labor force participation rate»; Special Report Federal Reserve Bank of Philadelphia (2014), «On the Causes of Declines in the Labor Force Participation Rate».

pués de meses de búsqueda sin resultado, han tirado la toalla y, por tanto, han dejado de formar parte de la población activa, lo que ha rebajado simultáneamente la tasa de actividad y la de paro. En este sentido, durante la crisis actual el porcentaje de parados de larga duración sobre el total de desempleados ha alcanzado máximos desconocidos en el mercado laboral estadounidense (45%). Y aunque en la actualidad esta proporción haya bajado hasta el 37%, el descenso puede atribuirse, de nuevo y en gran parte, a los desanimados entre este colectivo.

La abundancia de desanimados exige que nos fijemos en otras medidas de infrautilización del empleo, a parte de la tasa de paro, si queremos apreciar la realidad del mercado de trabajo. De entre ellas, una serie difundida mensualmente por el Bureau of Labor Statistics incluye, además de los desempleados, a aquellas personas desanimadas que han dejado de buscar activamente empleo y a aquellas que trabajan a tiempo parcial obligados por la coyuntura actual pero que desearían hacerlo a tiempo completo. Si observamos el primer gráfico, en seguida apreciamos una mejora del empleo mucho más débil que la transmitida por la tasa de paro.

En relación con los desanimados, y aunque es de esperar que con la mejora económica muchos de ellos regresen a las filas de la población activa, preocupa la capacidad de inserción laboral de algunos de ellos después de un largo periodo de inactividad. Esto implicaría que un factor que de antemano juzgábamos cíclico, en realidad tiene también un componente de carácter más permanente. Esta contingencia se conoce como «riesgo de histéresis» y, junto con el factor demográfico, podría haber rebajado el potencial de crecimiento de la economía de EE. UU. a medio plazo.

Además del desánimo, la dureza de la recesión ha afectado a la fuerza laboral a través de un aplazamiento de la entrada al mercado laboral de los jóvenes. Este fenómeno es particularmente visible en el elevado número de mujeres que han decidido prolongar sus estudios o formar una familia a una edad más temprana. Al igual que ocurría con los desanimados, esta demora es un factor principalmente cíclico, con aspectos estructurales de segundo orden. Aunque en esta ocasión el componente estructural podría influir positivamente sobre el crecimiento potencial, en tanto que la fuerza laboral estará mejor formada en el futuro.

Otro elemento que ha recibido especial atención en los medios especializados ha sido el aumento extraordinario del número de solicitudes para recibir una pensión por incapacidad, a todas luces más elevado de lo que el envejecimiento de la población parece justificar. Este incremento se debe a la circunstancia de que parados con algún tipo de discapacidad en grado parcial, habiendo agotado el subsidio de desempleo, decidieron probar suerte por la vía del inhabilitamiento con la esperanza de recibir alguna compensación que les permitiera subsistir. Aunque seguramente se trate de un factor mucho menos relevante que los mencionados con anterioridad, su naturaleza estructural merece cierta consideración, puesto que las personas cuya incapacidad fue aceptada difícilmente volverán a trabajar una vez mejore el ciclo económico.

Finalmente, junto a los factores internos estadounidenses, también ha influido en la merma de la tasa de actividad la globalización. Entre 2000 y 2007, el duro golpe que supuso para los trabajadores en el sector de las manufacturas la entrada de China en la Organización Mundial del Comercio se vio compensado por un sector inmobiliario próspero, que fue capaz de absorber buena parte de los despidos del primero, en su mayoría puestos de trabajo de baja cualificación. Sin embargo, el estallido de la burbuja inmobiliaria que dio el pistoletazo de salida a la Gran Recesión rompió esta vía de trasvase entre puestos de trabajo.⁴ El resto de la historia ya lo conocemos: los trabajadores, en su mayoría poco cualificados, han abandonado la búsqueda activa de trabajo a causa del desánimo.

En definitiva, los estudios empíricos señalan que tanto factores estructurales como cíclicos (léase, el desánimo) explican la reducción de la tasa de actividad. Sin embargo la incidencia exacta de cada uno de ellos es todavía motivo de polémica. Una polémica que no solamente se aprecia entre los analistas de la Fed, sino también entre los máximos responsables de la institución, incluyendo los miembros del comité de política monetaria. De ahí, entre otras razones, la disparidad de opiniones que manifiestan con relación a si el ritmo de la normalización monetaria debe ser rápido o lento. Hasta la fecha, la Fed se ha inclinado por la segunda opción, pero hará bien en vigilar signos que pueden delatar un margen de mejora del mercado laboral menor de lo estimado, como por ejemplo el ritmo de aumento de los salarios.

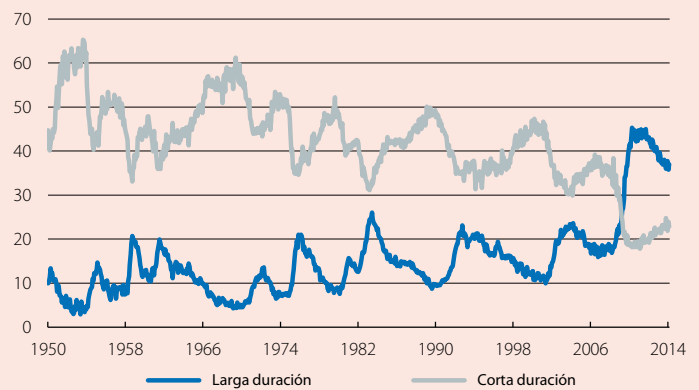
Clàudia Canals

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

4. Charles, K. K., Hurst, E., y Notowidigdo, M. J. (2013). «Manufacturing decline, housing booms, and non-employment» (No. w18949). National Bureau of Economic Research.

Desempleados de larga y corta duración

Proporción sobre el % del total de desempleados



Nota: Larga duración equivale a aquellos desempleados que han estado más de 27 semanas buscando empleo; de corta duración equivale a los desempleados que han estado menos de 5 semanas buscando trabajo.

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



PUBLICACIONES

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

DOCUMENTOS DE TRABAJO

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

Vulnerabilidad de las economías emergentes
 Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DOCUMENTOS DE ECONOMÍA "la Caixa"

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

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

Enseñanzas latinoamericanas para una crisis europea
 Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

"la Caixa" ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
 Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
 Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
 Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
 Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situación económica (disponible también en inglés)

PULSO ECONÓMICO

ACTUALIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

COLECCIÓN COMUNIDADES AUTÓNOMAS

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIOS ECONÓMICOS

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

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

Consejo Asesor

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

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

GRUPO "LA CAIXA": DATOS MÁS RELEVANTES a 31 de diciembre de 2013

Actividad financiera

	MILLONES €
Recursos totales de clientes	304.636
Créditos sobre clientes	206.479
Resultado atribuido al Grupo	745

Actividad comercial y medios

Clientes (millones)	13,6
Empleados	33.291
Oficinas	5.730
Terminales de autoservicio	9.597

Obra Social: presupuesto por actividades para 2014

	MILLONES €
Sociales	335
Ciencia y medio ambiente	66
Culturales	64
Educativas e investigación	35
TOTAL PRESUPUESTO	500

Publicaciones

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

 "la Caixa" **Research** en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

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

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

Diseño y producción: www.cege.es

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



ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

