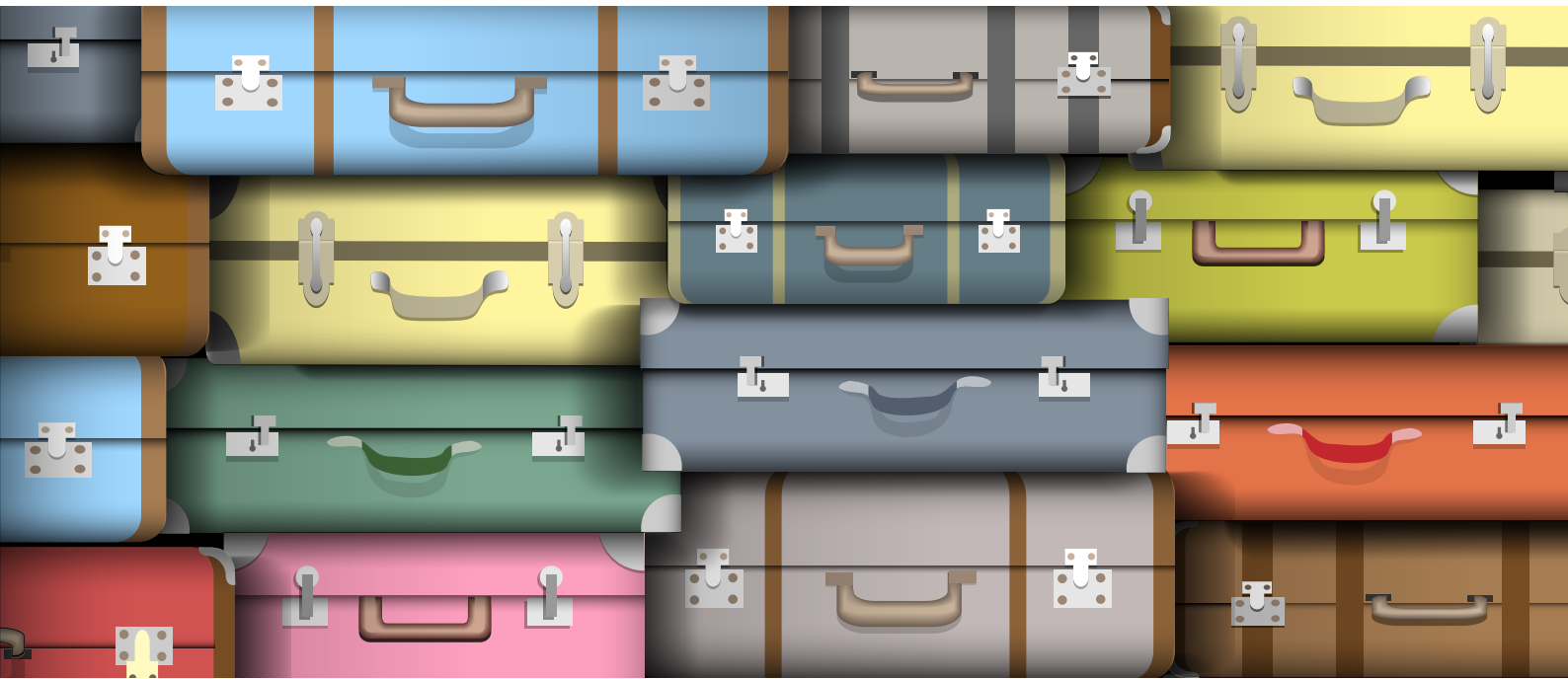


# IM05

INFORME MENSUAL

NÚMERO 379 | MAYO 2014



## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Los beneficios de las empresas cotizadas españolas salen de la crisis*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Arabia Saudí: importantes desafíos en el horizonte*

### UNIÓN EUROPEA

*Francia: pendiente de la política económica*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*La demanda de viviendas en España se estabiliza*

## DOSSIER: EL TURISMO, SECTOR DE FUTURO

---

*China y Rusia: los nuevos emergentes en emisión de turismo*

*Recetas de éxito en el sector turístico: vías diferentes para un destino común*

*Anatomía del turismo en España*

*Impacto económico del sector turístico en España*

**INFORME MENSUAL**

Mayo 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](http://www.lacaixaresearch.com)

Correo electrónico:

Para consultas relativas

al *Informe Mensual*:[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

Para suscripciones (altas, bajas...):

[publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionesestudios@lacaixa.es)

Fecha de cierre de esta edición:

30 de abril de 2014

 **"la Caixa" Research**

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

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**

- 9 *Estabilidad financiera global: de la liquidez al crecimiento*
- 10 *Los beneficios de las empresas cotizadas españolas salen de la crisis*

**12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**

- 15 *Arabia Saudí: importantes desafíos en el horizonte*
- 16 *El FMI apunta a una recuperación definitiva de la economía global*

**18 UNIÓN EUROPEA**

- 21 *Francia: pendiente de la política económica*
- 22 *Propuestas para mutualizar la deuda de los países en la eurozona*

**24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**

- 27 *La demanda de viviendas en España se estabiliza*
- 28 *La lenta corrección de la deuda externa neta en España*
- 29 *La rentabilidad de la educación en España*

**32 DOSSIER: EL TURISMO, SECTOR DE FUTURO**

- 32 *China y Rusia: los nuevos emergentes en emisión de turismo*  
Clàudia Canals
- 34 *Recetas de éxito en el sector turístico: vías diferentes para un destino común*  
Joan Daniel Pina y Àlex Ruiz
- 36 *Anatomía del turismo en España*
- 38 *Impacto económico del sector turístico en España*  
Maria Gutiérrez-Domènech

## Elecciones europeas: más importantes de lo que parecen

Este mes de mayo de 2014, los ciudadanos de la Unión Europea (UE) estamos convocados a unas nuevas elecciones para elegir a los miembros del Parlamento Europeo. Se trata de unas elecciones que a menudo se ven como secundarias; algo sorprendente, puesto que el Parlamento Europeo influye en cuestiones legislativas que tienen mucho impacto en la vida diaria del ciudadano europeo. De hecho, mucho más de lo que se imaginan los electores, especialmente después de la entrada en vigor del Tratado de Lisboa en 2009.

Este escaso conocimiento de la importancia del poder legislativo comunitario es consecuencia de la excesiva complejidad de las instituciones de la Unión. Asimismo, el Parlamento Europeo puede parecer una institución poco significativa porque los electores no ven que de él surja un verdadero «Gobierno europeo», a diferencia de lo que sucede con la mayoría de los Parlamentos de los países miembros.

La actual convocatoria introduce una novedad significativa en este aspecto: aunque no sea un requisito legal, se espera que el presidente de la Comisión Europea (CE) sea nombrado teniendo en cuenta los resultados de las elecciones y, en concreto, que sea el candidato propuesto por el grupo mayoritario del Parlamento.

Pero la CE no se puede considerar el Gobierno europeo, puesto que tiene funciones ejecutivas solo en un ámbito reducido de competencias. Además, a parte del presidente, su composición depende de los equilibrios políticos a nivel de cada país miembro y no a nivel europeo. El grueso de las funciones ejecutivas de la UE corresponde, de hecho, al Consejo Europeo, que en sus distintas configuraciones (los Consejos para diversas materias) no es más que una agregación de los Gobiernos de los países miembros, con reglas de ponderación del voto en función de las cuestiones que se planteen. El papel de figuras como el Presidente del Consejo o la Alta Representante para Asuntos Exteriores es, como en el caso de la CE, de menor relevancia.

Esta relación difusa entre las votaciones al Parlamento Europeo y los mecanismos mediante los cuales se decide gran parte de la legislación comunitaria (acuerdos entre el Consejo y el Parlamento, a partir de iniciativas impulsadas por la CE) se encuentra en la raíz de las críticas sobre la falta de legitimidad democrática de las instituciones europeas.

Si se tienen en consideración las enormes restricciones que impone este complejo marco institucional, la respuesta de la UE ante la crisis financiera internacional y la posterior crisis de deuda de la zona euro ha sido bastante satisfactoria. Se han utilizado los pocos instrumentos ejecutivos a disposición de la Unión para afrontar la crisis y se ha avanzado en la creación de nuevas instituciones para hacer frente a las carencias de la Unión Europea y Monetaria que la propia crisis ha dejado al descubierto.

Para algunas de las actuaciones más significativas (el refuerzo de la disciplina fiscal y la creación de organismos de apoyo financiero a los países débiles), la acción de la UE ha acabado instrumentándose fuera de los actuales tratados europeos, utilizando nuevos tratados entre Gobiernos. Este fenómeno, tal vez comprensible para hacer frente a situaciones de urgencia, ha añadido aún más complejidad al entramado institucional europeo y ha debilitado las instituciones supranacionales frente a los Estados miembros.

Durante los próximos cinco años de legislatura, el nuevo Parlamento Europeo afronta (conjuntamente con el resto de instituciones) muchos retos, especialmente para asegurar una recuperación económica sólida y la reducción de la elevada tasa de paro de la Unión. Pero tal vez lo más importante sea iniciar el camino de una profunda reforma institucional de Europa. Los objetivos de progreso económico y social de la Unión no se podrán encarar de manera sólida y creíble sin una mayor integración política, con las correspondientes cesiones de soberanía de los países miembros. Sin embargo, estas cesiones solo serán legítimas si la gobernanza de la Unión es comprensible por parte de la ciudadanía y percibida como democrática y justa, con los controles y equilibrios necesarios que logren que la acción de gobierno a nivel de Europa responda a los intereses de sus ciudadanos.

**Jordi Gual**  
Economista Jefe  
30 de abril de 2014

## CRONOLOGÍA

### ABRIL 2014

- 29** La **Autoridad Bancaria Europea** publica la metodología y los **escenarios macroeconómicos** para la realización de los test de estrés del sistema bancario europeo.

### MARZO 2014

- 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%.

## AGENDA

### 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).

### JUNIO 2014

- 2** Tasa de ahorro de los hogares (primer trimestre).
- 3** Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 5** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 6** Índice de producción industrial (abril).
- 13** Comercio exterior (mayo).
- 17** Encuesta trimestral de coste laboral (primer trimestre).
- 18** Créditos, depósitos y tasa de morosidad (abril).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 26** Consejo Europeo.
- 27** Índice de sentimiento económico de la eurozona (junio).  
Avance IPC (junio).
- 30** Balanza de pagos (abril).  
Posición de inversión internacional neta (primer trimestre).

## Los países avanzados toman el relevo

**La economía global poco a poco va recuperando la normalidad.** Si bien es cierto que los principales focos de riesgo persisten, la percepción de los mismos por parte de los inversores ha entrado en una fase de mayor estabilidad. Una vez superadas las turbulencias de principios de año, el entorno financiero y económico de los principales países emergentes, EE. UU. y la eurozona ha tendido a mejorar. Según el nuevo escenario de previsiones del FMI, el crecimiento mundial alcanzará el 3,6% en 2014 y el 3,9% en 2015, ambas cifras superiores al dato de 2013, del 3,0%, y al promedio histórico reciente. La aceleración del crecimiento global será resultado, principalmente, de la reactivación de las economías avanzadas. Pero, tal vez, el cambio más importante en el panorama que dibuja el FMI es el descenso de la probabilidad que atribuye a una nueva recesión global.

**Calma relativa en los mercados financieros.** En los países desarrollados, la reactivación de la economía y las expectativas de continuidad de las condiciones monetarias proporcionan un entorno favorable para los activos de riesgo en general y la deuda soberana en particular. En este sentido, la Fed sigue reduciendo las compras de bonos (*tapering*) y sugiere que la subida de los tipos oficiales tendrá lugar a mediados de 2015, una fecha ya no muy lejana y que además corre el riesgo de adelantarse. En general, en los mercados emergentes las condiciones financieras evolucionan favorablemente, dejando atrás las tensiones registradas a inicios de año, aunque la discriminación entre países sigue siendo clara. Hay dos casos preocupantes. En Brasil las autoridades monetarias elevaron, por segunda vez este año, el tipo de interés de referencia hasta el 11% en un intento por frenar la inflación. En Rusia, inmersa en el conflicto geopolítico con Ucrania y expuesta a las sanciones de Occidente, el banco central subió los tipos oficiales medio punto, hasta el 7,5%. Con esta medida las autoridades tratan de limitar la huida de capitales y controlar la escalada de los precios. Este movimiento fue posterior a la rebaja de la calificación crediticia de Rusia por parte de Standard & Poor's hasta BBB-, a un paso del bono basura. La agencia advierte sobre la elevada dependencia de su economía de las exportaciones energéticas y del peligro que conllevarían nuevas sanciones internacionales sobre la inversión y el consumo interno.

**EE. UU. y China anuncian un crecimiento del PIB inferior al previsto en el 1T 2014, pero los indicadores recientes de actividad son favorables.** En el caso de la economía norteamericana, el PIB se mantuvo prácticamente estancado, con un escueto avance del 0,1% en términos intertrimestrales anualizados. De todas formas, gran parte de esta

situación ha sido el resultado de unas condiciones climáticas inusualmente adversas. Además, los indicadores de actividad más recientes han ratificado la buena marcha de la economía, por lo que sigue siendo plausible esperar que el crecimiento de la actividad se reactive este año y alcance tasas cercanas al 3%. Por lo que se refiere al gigante asiático, el PIB avanzó un 1,4% intertrimestral, un registro ligeramente inferior al esperado, pero suficiente como para alejar los temores a un posible aterrizaje brusco de la economía. El Ejecutivo chino interpreta que la senda de avance se encuentra dentro de un intervalo razonable dada la transformación estructural de la economía hacia un modelo más basado en el consumo.

**Mejoran las perspectivas de crecimiento en la eurozona, pero la presión sobre el BCE aumenta.** La fortaleza del sector exterior y, sobre todo, la mayor solidez de la demanda interna están apoyando la mejora de las perspectivas de crecimiento de la región. El FMI, por ejemplo, ha aumentado en una décima el crecimiento del PIB previsto tanto para 2014 como 2015, hasta el 1,2% y el 1,5% anual, respectivamente. A pesar del mejor tono de la actividad económica, la tasa de inflación se mantiene en cotas muy bajas y mantiene vivo el debate sobre el riesgo de deflación. De hecho, la presión sobre el BCE para que actúe ha ido aumentando en los últimos meses. A la lista de factores que presionan para que se lleve a cabo una política monetaria más laxa se ha añadido la apreciación del euro y el repunte de los tipos del mercado monetario. De momento, la actuación del BCE se ha quedado en el plano verbal, pero el tono de las declaraciones ha ido ganando firmeza y concreción hasta el punto que ha conseguido hacer creíble que llevará a cabo un *quantitative easing* si ello acaba siendo necesario, un hecho difícil de imaginar hace poco tiempo.

**En España la reactivación de la actividad va cogiendo impulso,** pero el efecto sobre el mercado laboral se hace esperar. El PIB creció un 0,4% intertrimestral en el 1T 2014, un ritmo de avance en línea con los últimos datos de actividad, que ya apuntaban un incremento del ritmo de crecimiento. En el lado opuesto, según la EPA, en el 1T 2014 la ocupación descendió un 0,1% intertrimestral en términos desestacionalizados, un balance más negativo del que en un principio anticipaban los registros de afiliación a la Seguridad Social. De todas formas, cabe esperar que los buenos datos de actividad acaben trasladándose al mercado laboral en los próximos meses. Así se apunta en el nuevo cuadro de previsiones del Gobierno, en el que también destaca la mejora del déficit público previsto para este 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
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	3,2	2,9	3,6	3,9	3,0	3,2	3,5	3,5	3,5	3,6
<b>Países desarrollados</b>										
Estados Unidos	2,8	1,9	2,6	3,0	2,0	2,6	2,3	2,7	2,5	2,8
Eurozona	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,3	0,5	0,9	0,9	1,1	1,3
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	-0,9	-0,1	0,3	0,7	0,9
España	-1,6	-1,2	1,2	1,7	-1,1	-0,2	0,6	1,1	1,4	1,6
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	1,7	2,7	2,1	1,8	2,7	3,1	2,8	2,5	2,3
<b>Países emergentes</b>										
Rusia	3,4	1,3	0,8	1,4	1,3	2,0	1,3	0,8	0,5	0,7
China	7,7	7,7	7,5	7,4	7,8	7,7	7,4	7,6	7,3	7,6
India <sup>2</sup>	4,5	4,6	5,6	5,9	4,8	4,7	4,7	5,2	5,5	5,7
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	2,1	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
<b>INFLACIÓN</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	4,0	3,4	3,5	3,3	3,4	3,2	3,4	3,7	3,6	3,5
<b>Países desarrollados</b>										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,7	1,8	1,5	1,2	1,4	1,9	1,7	1,8
Eurozona	2,5	1,4	1,0	1,5	1,3	0,8	0,7	0,9	1,1	1,3
Alemania	2,1	1,6	1,4	1,8	1,7	1,3	1,0	1,2	1,5	1,7
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	0,7	1,4	1,1	0,7	0,5	0,6	0,7	1,1
España	2,4	1,4	0,5	1,3	1,2	0,1	0,0	0,4	0,4	1,0
Japón	0,0	0,4	2,7	1,8	0,9	1,4	1,5	3,3	3,0	2,8
Reino Unido	2,8	2,6	1,9	2,1	2,7	2,1	1,7	1,8	2,0	2,1
<b>Países emergentes</b>										
Rusia	5,0	6,8	6,1	4,9	6,4	6,4	6,4	6,5	6,0	5,6
China	2,6	2,9	2,8	2,8	2,9	2,3	2,9	3,4	3,1	2,7
India <sup>3</sup>	7,3	6,4	6,2	6,5	7,0	6,4	5,7	5,2	4,1	6,2
Brasil	5,4	6,2	6,0	5,7	6,1	5,8	5,8	6,0	6,3	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	1,3	2,2	1,4	0,9	0,9	1,3	1,2	1,8
Turquía	8,9	7,5	7,9	6,6	8,3	7,5	8,0	8,0	7,8	7,7

Notas: 1. En paridad de poder adquisitivo. 2. Datos anuales representan año fiscal y coste de factores. 3. 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
<b>Agregados macroeconómicos</b>										
Consumo de los hogares	-2,8	-2,1	1,3	0,9	-1,8	0,7	1,4	1,6	1,3	0,9
Consumo de las AA. PP.	-4,8	-2,3	-3,3	-0,4	0,2	-3,5	-4,5	-3,6	-4,3	-0,6
Formación bruta de capital fijo	-7,0	-5,0	2,0	2,3	-5,3	-1,7	0,1	2,7	2,6	2,6
Bienes de equipo	-3,9	2,3	7,9	4,8	2,2	9,6	10,5	7,8	7,1	6,4
Construcción	-9,7	-9,6	-1,7	0,7	-9,8	-8,6	-5,7	-1,1	-0,1	0,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-4,1	-2,7	0,5	0,9	-2,1	-0,6	-0,1	0,7	0,4	0,9
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	3,6	2,8	0,6	2,7	8,2	2,6	1,2	2,5
<b>Producto interior bruto</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>
<b>Otras variables</b>										
Empleo	-4,8	-3,4	0,8	1,3	-3,3	-1,6	-0,5	0,5	1,4	1,7
Tasa de paro (% pobl. activa)	24,8	26,1	24,8	23,6	25,6	25,7	25,9	24,8	24,1	24,4
Índice de precios de consumo	2,4	1,4	0,5	1,3	1,2	0,1	0,0	0,4	0,4	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) <sup>1</sup>	-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) <sup>1</sup>	-0,6	1,5	1,9	2,2	1,4	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
Saldo público (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-10,6	-7,1	-5,8	-4,2	-10,3	-7,1				

## Mercados financieros

<b>TIPOS DE INTERÉS</b>										
<b>Dólar</b>										
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	0,27	0,75	0,26	0,24	0,24	0,26	0,29	0,31
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,61	1,14	0,67	0,59	0,56	0,58	0,63	0,66
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,55	1,45	0,36	0,32	0,36	0,45	0,60	0,78
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	2,89	3,63	2,70	2,74	2,75	2,77	2,90	3,15
<b>Euro</b>										
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	0,29	0,27	0,27
Euríbor 12 meses	1,11	0,54	0,58	0,92	0,54	0,53	0,56	0,58	0,57	0,59
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,34	0,97	0,17	0,16	0,14	0,25	0,41	0,56
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,76	2,21	1,78	1,79	1,68	1,62	1,75	2,00
<b>TIPOS DE CAMBIO</b>										
\$/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	141,93	147,69	131,09	136,78	140,98	140,43	142,30	144,00
£/euro	0,81	0,85	0,83	0,85	0,86	0,84	0,83	0,83	0,86	0,82
<b>PETRÓLEO</b>										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	108,01	109,43	109,24	109,23	107,74	108,08	108,07	108,14
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	79,88	82,79	82,46	80,24	78,61	79,42	80,45	81,10

Nota: 1. Acumulado cuatro trimestres.

■ Previsiones

## COYUNTURA · Pasos lentos pero firmes

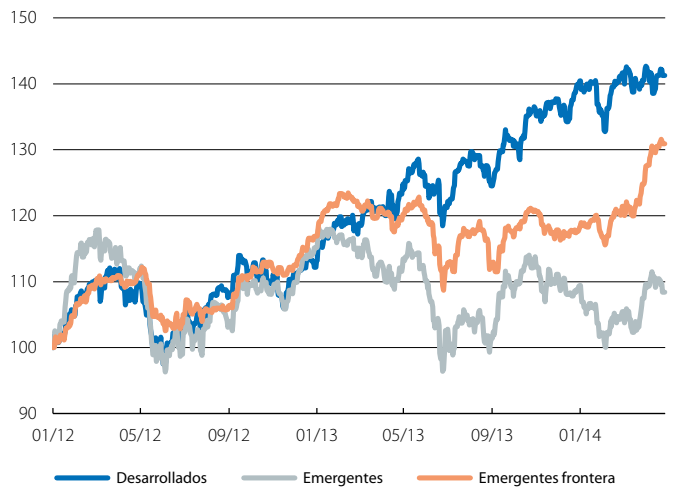
**El pulso de los mercados financieros durante el mes de abril ha permanecido en calma.** Si bien es cierto que los principales focos de riesgo persisten, la percepción de los mismos por parte de los inversores ha entrado en una fase de mayor estabilidad. Una vez superado el bache de principios de año, el entorno financiero y económico de los países emergentes tiende a mejorar. En EE. UU. y la eurozona han prevalecido las noticias positivas. En el ámbito de los mercados españoles destaca el descenso adicional en los tipos de interés de la deuda pública.

**En China, el temor de los inversores a un *hard landing* de la economía ha disminuido** tras la publicación de los últimos indicadores. El dato del PIB del 1T se situó dentro de un intervalo razonable de desaceleración, respondiendo al reequilibrio de la economía hacia un modelo de crecimiento en el que la demanda doméstica ganará protagonismo. Además, las políticas monetaria, fiscal y macroprudencial disponen de un amplio margen de actuación que ya se ha empezado a utilizar, lo que contribuirá a contener los contratiempos que puedan surgir en este proceso.

**En el resto de países emergentes, las condiciones evolucionan favorablemente, aunque con notables excepciones.** En Brasil las autoridades monetarias elevaron, por segunda vez este año, el tipo de interés de referencia hasta el 11% en un intento por frenar la inflación. En Rusia, inmersa en el conflicto geopolítico con Ucrania y expuesta a las sanciones de Occidente, el banco central subió los tipos oficiales medio punto, hasta el 7,5%. Con esta medida las autoridades trataban de limitar la huida de capitales y controlar la escalada de los precios. Este movimiento fue posterior a la rebaja de la calificación crediticia de Rusia por parte de Standard & Poor's hasta BBB-, a un paso del bono basura. La agencia advierte sobre la elevada dependencia de su economía de las exportaciones energéticas y del peligro que conllevarían nuevas sanciones internacionales sobre la inversión y el consumo interno.

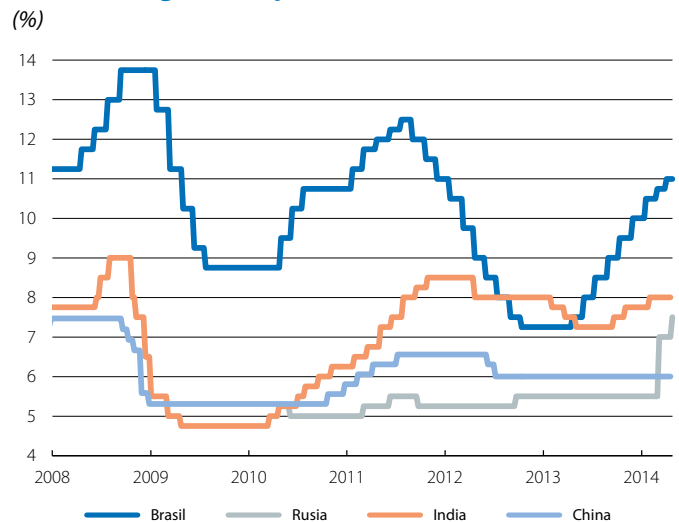
**En los países desarrollados, los inversores parecen confiar en los bancos centrales.** Los signos de reactivación económica en los países avanzados y la expectativa de continuidad de las condiciones monetarias laxas están propiciando un entorno favorable para los activos de riesgo en general y la deuda soberana en particular, especialmente en la periferia de la eurozona. En EE. UU., los últimos datos de coyuntura están confirmando la solidez del crecimiento de la economía, lo que propicia un ligero avance de las *yields* en los tramos corto y medio de la curva, desde los bajos niveles que todavía prevalecen. Precisamente, la Reserva Federal, a través de su mensaje monetario sobre los tipos oficiales, está logrando mantener los tipos de interés a largo plazo por debajo del 3%. En la eurozona, la evolución de la deuda soberana ha venido determinada por la predisposición del BCE a tomar medidas expansivas adicionales, en par-

### Evolución de las bolsas: desarrolladas y emergentes (Enero 2012 = 100)



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

### Países emergentes: tipos de interés oficiales (%)



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

### Rentabilidades de la deuda pública a 10 años (%)



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



ricular la posibilidad de compra de activos de deuda pública o privada. Las rentabilidades del *bund* alemán y de la deuda pública periférica han retrocedido ante los reiterados mensajes de la autoridad monetaria en este sentido.

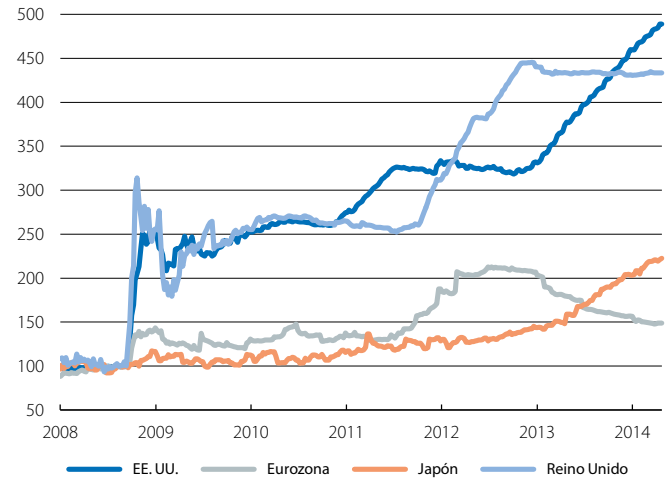
**La Reserva Federal no introduce cambios en el rumbo de la política monetaria.** La entidad decidió dar continuidad a su estrategia de reducción gradual de los estímulos monetarios en la reunión de abril: nuevo recorte de 10.000 millones de dólares en las compras mensuales de bonos (que quedan ahora en los 45.000 millones) y mantenimiento de los tipos de interés oficiales en niveles excepcionalmente bajos. En este sentido, los últimos mensajes de los miembros de la Fed dejan entrever que las actuaciones de la institución vendrán marcadas por la evolución prevista de dos variables clave: (i) el progresivo aumento de la inflación hacia el objetivo a medio plazo del 2% y (ii) la convergencia de la tasa de paro hacia el nivel de pleno empleo que baraja la autoridad monetaria (alrededor del 5,5%). La proyección de las pautas vigentes apunta a mediados de 2015 para el inicio de las subidas de tipos, una fecha ya no muy lejana y que además corre el riesgo de adelantarse. Sin duda, este será un asunto clave durante la segunda mitad de este año.

**Mientras, el posible *quantitative easing* del BCE centra las expectativas de los inversores.** En la reunión de abril, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin cambios el tipo de interés oficial en el 0,25%, y se abstuvo de utilizar ningún instrumento no convencional de política monetaria. Las declaraciones de diversos miembros de la entidad en clave aperturista en torno a un hipotético programa de compra de activos (deuda pública y privada) y los mensajes explícitos de Draghi en este sentido han reforzado las perspectivas en clave de actuación por parte del BCE. Pese a que el escenario de recuperación económica que maneja el BCE se va consolidando lentamente, el uso de herramientas expansivas adicionales podría llegar a estar justificado en función de cómo evolucionen algunos factores básicos. Primero, si la inflación muy reducida se prolonga durante demasiado tiempo. Segundo, si la apreciación del euro continúa. Y, tercero, si se produce un repunte indeseado de los tipos interbancarios. Precisamente, en la recta final del mes se ha producido un repunte de los tipos del mercado monetario, EONIA, fruto del persistente proceso de reducción del exceso de liquidez de los bancos en el BCE. No obstante, un eventual programa de compra de deuda pública y/o privada (titulizaciones bancarias) entraña dificultades y no está exento de limitaciones de diferente naturaleza.

**La periferia europea encadena nuevos progresos.** La mejora del escenario económico y financiero de la eurozona está teniendo especial relevancia en la caída de las primas de riesgo de los países de la periferia de la región. En abril han tenido lugar algunos acontecimientos destacados. De una parte, las principales agencias de calificación han mejorado la nota de la deuda soberana de Italia y de España, destacando las fortalezas económicas y financieras y la mejora de las cuentas públicas, así como el saneamiento del sector bancario. Estas noticias han facilitado, aún más si cabe, las subastas del Tesoro español, que

**Balance de los bancos centrales**

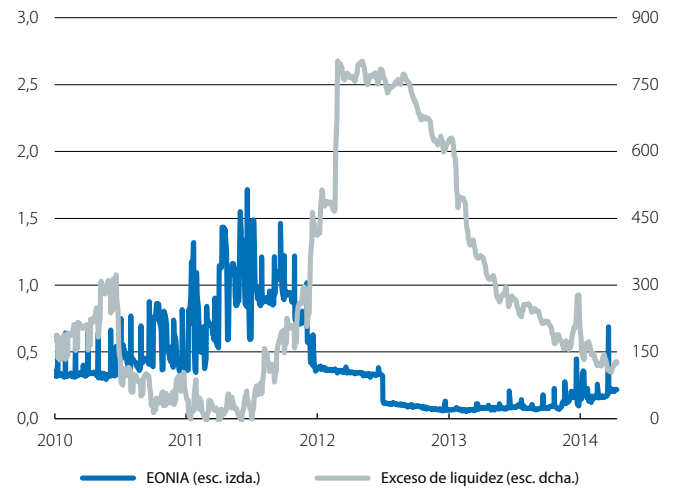
(Septiembre de 2008 = 100)



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

**Tipo de interés EONIA y exceso de liquidez**

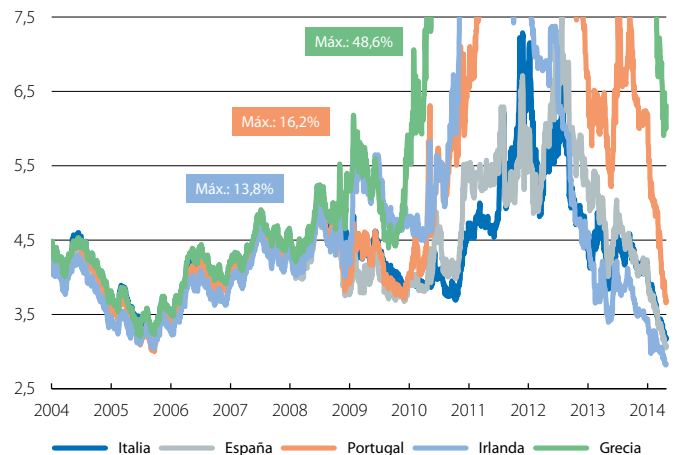
(%) (Miles de millones de euros)



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

**Eurozona: rentabilidades de la deuda pública a 10 años**

(%)



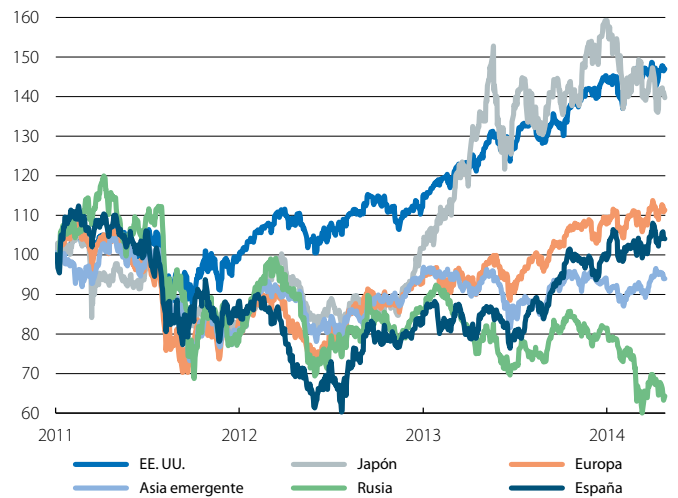
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

ha logrado colocar deuda a diez años a un coste del 3,06%, un nuevo mínimo histórico. Además, el Gobierno ha anunciado la reducción de las necesidades de endeudamiento para 2014, gracias al aumento de los ingresos fiscales y a la caída del coste de financiación. De otra parte, el exitoso retorno de Grecia y Portugal a los mercados de capitales internacionales con dos emisiones de bonos a cinco y diez años, respectivamente.

**Las bolsas mundiales se han mantenido relativamente estables.** El riesgo derivado de la crisis entre Ucrania y Rusia (la rebaja de su calificación y la subida de tipos de interés oficiales) y las elevadas ratios de valoración (PER) presentes en los principales índices de EE. UU. y Europa han entorpecido la revalorización de los activos de renta variable. En sentido contrario, hay varios aspectos que están actuando como pilares bursátiles en los mercados desarrollados. El primero es la confirmación de que los resultados empresariales están en sintonía con los indicadores de actividad. Hasta el momento, el 71% de las compañías del S&P 500 que han anunciado sus beneficios han batido las previsiones de los analistas. En Europa, la tendencia es similar aunque el crecimiento de los beneficios y las ventas sea algo inferior. En España, se espera que la campaña de resultados del 1T que ahora se inicia mantenga la senda abierta en 2013 (véase el Focus: «Los beneficios de las empresas cotizadas españolas salen de la crisis»). El segundo es el aumento de las noticias relativas a las operaciones corporativas globales (ya sean confirmadas o rumores). En las últimas semanas se ha acelerado el número de posibles fusiones y el volumen de las mismas, destacando por su importancia las del sector farmacéutico. En tercer lugar, las expectativas de los inversores sobre la posible adopción por parte del BCE de más estímulos monetarios. En el frente emergente, la normalización del escenario financiero ha permitido el avance firme de sus bolsas, con la excepción de la bolsa rusa.

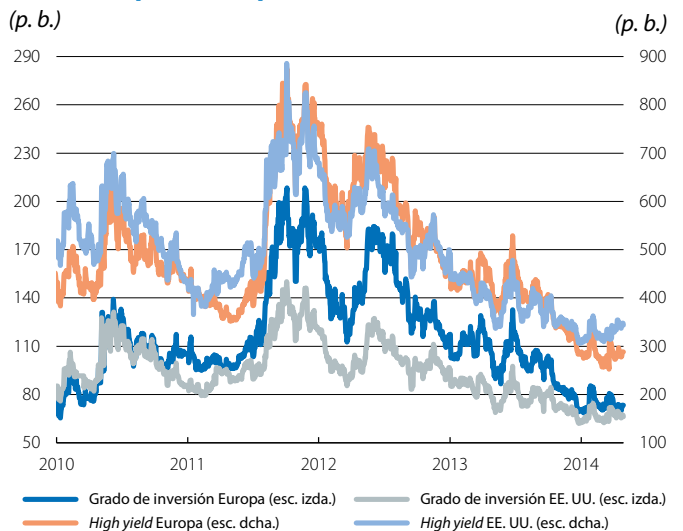
**Los mercados de bonos corporativos vuelven a experimentar una fase de auge.** Al igual que ocurriera con la deuda soberana, una vez superado el repunte de los *spreads* como consecuencia de las tensiones entre Rusia y Ucrania, las primas de riesgo crediticias han vuelto a situarse en niveles muy reducidos. Las principales razones que alimentan estas condiciones favorables para los mercados de renta fija privada son tres. Primero, las buenas perspectivas de crecimiento en EE. UU. y la UEM. Segundo, la reducción de los impagos o *defaults* empresariales. Y tercero, la abundancia de liquidez global y los reducidos tipos de interés. De hecho, en abril se han sumado también las expectativas de que el BCE lance un programa de QE, factor que presionaría a la baja las primas de crédito, máxime en el actual contexto de intensa «búsqueda de la rentabilidad». No sorprende que, en este contexto, determinadas parcelas de los mercados de capitales como los bonos *high yield* en EE. UU. estén empezando a emitir señales de una sobreactividad que conviene no perder de vista. En Europa, aunque en menor medida, también se ha acelerado el ritmo de emisión de esta clase de bonos (desde principios de año, el total emitido ha crecido un 15% interanual, hasta los 45.000 millones de euros, con un lugar destacado para las compañías de la periferia).

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



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

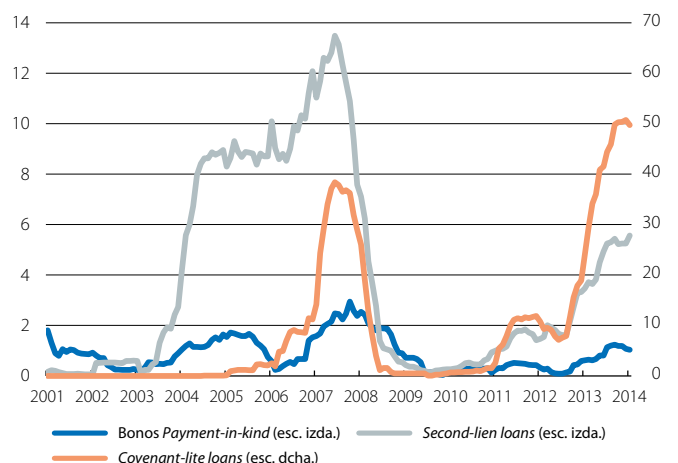
**Deuda corporativa: primas CDS**



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

**EE. UU.: instrumentos de deuda corporativa de elevado riesgo**

Emisiones sobre el tamaño total de cada mercado (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Global Financial Stability Report (FMI).

## FOCUS · Estabilidad financiera global: de la liquidez al crecimiento

A principios de abril, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó su informe semestral sobre los riesgos que amenazan la estabilidad financiera global (GFSR, por sus siglas en inglés). La valoración de conjunto no sufre grandes variaciones respecto a octubre de 2013, pero se percibe un leve sesgo en sentido favorable. Los principales ámbitos de mejora corresponden a los países avanzados. La institución lanza un mensaje optimista, en nuestra opinión de manera justificada, al reconocer los notables avances alcanzados en la reconducción de la crisis de deuda soberana en la eurozona, el saneamiento de su sector bancario y la construcción de la unión bancaria. Para EE. UU. destaca la clarificación, aunque sea incompleta, del panorama fiscal, así como la ausencia de tensiones graves tras el inicio efectivo del *tapering* por parte de la Fed. En adelante, el principal factor que identifica el Fondo es, precisamente, el reto que supondrá para los mercados internacionales la progresiva transición hacia un nuevo régimen de liquidez global. En su papel de guardián, pone el foco en dos áreas débiles que a continuación comentaremos. Una que ya ha dado problemas: los mercados emergentes. Otra que puede estar gestándolos: los mercados de bonos corporativos en el propio EE. UU. La clave para evitar nuevos episodios de inestabilidad es que la mejora del crecimiento económico (con sus efectos positivos sobre las rentas y la solvencia) tome el relevo de la liquidez como pilar de apoyo de los mercados.

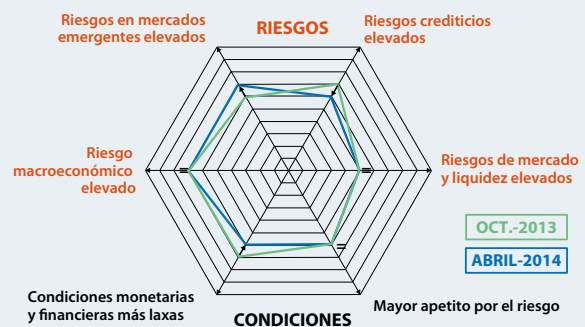
El Fondo considera que las vulnerabilidades de las economías emergentes se han visto acrecentadas y enumera los puntos que requieren mayor atención. Uno, la rápida expansión del crédito y los crecientes niveles de endeudamiento corporativo. Las empresas con mayor apalancamiento pueden tener dificultades a la hora de atender los pagos del servicio de su deuda, máxime si los tipos de interés derivan al alza. No obstante, creemos que este punto debe relativizarse si atendemos a los niveles medios de endeudamiento del bloque emergente, que se sitúan considerablemente por debajo de los observados en las economías avanzadas. Dos, la creciente proporción de deuda externa y en divisa extranjera sobre la deuda total. Esta circunstancia aumenta la vulnerabilidad ante posibles vaivenes en el apetito global por el riesgo, lo que reactivaría la salida de capitales. Sin embargo, existen herramientas macroprudenciales para combatir esta debilidad. Tres, la persistencia de desequilibrios macroeconómicos (déficit de cuenta corriente, déficit público y/o inflación) en algunos países. Afortunadamente, buena parte de ellos (por ejemplo, la India e Indonesia) están adoptando medidas encaminadas a corregirlos. Asimismo, el compromiso reformista es firme en la mayoría de casos, lo que propicia la discriminación de los inversores entre este heterogéneo grupo de países, por lo que consi-

deramos que los riesgos de un episodio de inestabilidad financiera con afectación sistémica son limitados.

El informe también señala que el entorno de liquidez superabundante generado por la Fed ha facilitado el sobrecalentamiento de algunas parcelas de los mercados de capitales en EE. UU. Hay diversos síntomas de ello, tanto en términos de cotizaciones elevadas (primas de riesgo reducidas) como volúmenes récord de emisión. El bajo nivel de los tipos de interés de los activos seguros ha empujado a muchos inversores a la búsqueda de rentabilidad en instrumentos con elevado riesgo, tales como los bonos *high yield*, bonos PIK (*payment-in-kind*), los *covenant-lite loans* y, nuevamente, las CLO (*collateralized loan obligations*). El FMI hace bien en advertir de este desarrollo. Hoy por hoy no es alarmante, pero las autoridades monetarias y macroprudenciales estadounidenses deben vigilar que no se agudice. De hecho, resulta tranquilizador constatar que ya lo hacen, e incluso han tomado alguna medida al respecto. En nuestra opinión, la consolidación de una senda de crecimiento sostenido en el bloque avanzado, con una posición destacada para EE. UU., acompañada de continuidad en la retirada progresiva de las medidas extraordinarias de liquidez de la Fed, supone efectivamente un escenario robusto ante el riesgo de turbulencias en este mercado.

### Mapa de riesgos globales

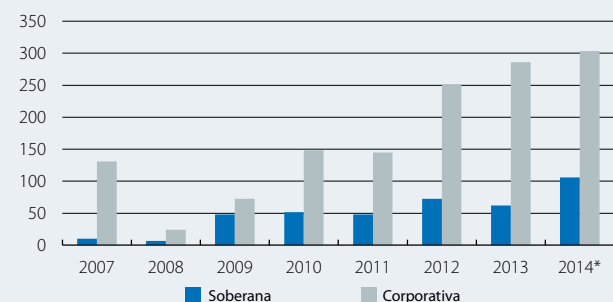
GFSR abril 2014



**Nota:** Mayor distancia al centro indica mayores riesgos, condiciones monetarias y financieras más laxas y mayor apetito por el riesgo.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

### Países emergentes: emisión neta de bonos

(Miles de millones de dólares)



**Nota:** \* Datos actualizados a 24 de marzo de 2014.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Global Financial Stability Report (FMI).

## FOCUS · Los beneficios de las empresas cotizadas españolas salen de la crisis

Después de varios ejercicios de caídas, los beneficios de las empresas españolas cotizadas están recuperando la tendencia alcista. Según la CNMV, el resultado consolidado pasó de -8.802 millones de euros en 2012 a 25.078 millones en 2013, de los cuales un abrumador 92% corresponde a las compañías del Ibex 35. Si bien la comparación de estas cifras correspondientes a la línea final de la cuenta de resultados sufre algunas distorsiones por motivo de partidas extraordinarias, sí que permite constatar la progresiva mejora de las condiciones de negocio. De una parte, por factores relativos al conjunto de la economía española: la recuperación del ritmo de actividad, la distensión de las condiciones de financiación de los sectores público y privado, así como la menor dotación de provisiones (con especial relevancia en el sector bancario). De otra parte, gracias al fuerte crecimiento de la facturación de las compañías en mercados internacionales. Simultáneamente, se está observando continuidad en los procesos de desapalancamiento y refuerzo de los recursos propios, iniciados en años anteriores.

A nivel sectorial, más de la mitad de los resultados agregados del ejercicio procedieron de las entidades financieras, seguidos de los de la industria y el comercio. Conviene señalar ciertos aspectos particulares que han determinado la evolución de los beneficios según el sector. En el caso de las entidades de crédito, el beneficio neto ascendió a casi 14.000 millones de euros, viéndose afectado favorablemente por la minoración de las dotaciones, que en 2012 fueron excepcionalmente elevadas hasta el punto de motivar un resultado de explotación agregado negativo en aquel año. En el sector industrial, aunque la evolución de los subsectores se ha mostrado desigual, la mejora de los resultados ha sido consecuencia del ajuste de los costes operativos (reducción de las plantillas, ventas de activos, etc.) y financieros (principalmente a través de la reestructuración de la deuda). El contrapunto se encuentra en los sectores de la energía y la construcción. En el primero, a la caída de la demanda eléctrica en España y al

impacto adverso de las variables macroeconómicas (como el precio del crudo Brent y los tipos de cambio entre las divisas) se unió el nuevo marco regulatorio del sector establecido para su actividad local. Combinados, estos factores han propiciado que, en 2013, el beneficio neto del sector haya descendido apreciablemente con respecto al año previo. También ha sido notable la caída de resultados en la construcción. Las razones que subyacen en esta tendencia bajista son el descenso de la actividad constructora, la desaceleración de la producción de cemento y la caída de las ventas de inmuebles.

El marco operativo de 2013 todavía estuvo condicionado por un entorno adverso para las ventas. La evolución de estas en las compañías cotizadas no financieras registró una caída del 2,8% interanual. La reducción de la demanda interna, el descenso de la actividad en la mayoría de subsectores energéticos e industriales, la fluctuación de los tipos de cambio de las divisas emergentes y la casuística particular de algunas compañías explicarían esa caída de las ventas. Sin embargo, hay un aspecto positivo de gran importancia que invita al optimismo: el aumento notable y sólido de la cifra de negocios generada en el extranjero. Desde el inicio de la crisis en 2009, las ventas en el exterior han adquirido cada vez mayor relevancia, compensando el déficit de facturación local. En 2013, las empresas del Ibex generaron un 62,3% de sus ingresos fuera de España (259.919 millones de euros) frente al 61% del año anterior.

Otro aspecto relevante ha sido el esfuerzo realizado por las compañías para mantener la remuneración al accionista en niveles altos. El pago de dividendos del conjunto de cotizadas en 2013 descendió frente a 2012, pero la *dividend yield* de la bolsa española se mantiene entre las más elevadas del mundo. Esta circunstancia es resultado del aumento de los pagos a los accionistas a través de *scrip dividends*.

### Datos agregados por sectores de actividad

(Millones de euros)

Sector	Nº sociedades	Ventas		Resultado explotación		Resultado consolidado		Dividendos	
		2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012
Energía	10	146.617	151.900	13.829	16.968	8.392	10.346	1.746	2.381
Industria	45	35.211	36.211	2.266	1.853	602	31	606	678
Comercio y servicios	40	117.966	120.503	14.213	14.045	5.990	4.716	3.045	5.196
Construcción e inmob.	28	68.199	70.006	373	2.199	-3.921	-4.933	697	1.603
Entid. créd. y seguros	12	n.a.	n.a.	13.198	-15.800	13.936	-19.193	2.472	3.015
<b>TOTAL *</b>	<b>131</b>			<b>43.899</b>	<b>19.455</b>	<b>25.078</b>	<b>-8.802</b>	<b>8.553</b>	<b>12.872</b>

*Nota:* \* Incorpora diversos ajustes tanto a nivel sectorial como en el cómputo del total.

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

## PRINCIPALES INDICADORES

### Tipos de interés (%)

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Euro</b>					
Refi BCE	0,25	0,25	0	0,0	-50,0
Euríbor 3 meses	0,34	0,31	3	4,9	12,9
Euríbor 12 meses	0,61	0,59	2	5,6	10,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,16	0,15	1	-2,8	16,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,14	0,16	-2	-7,7	16,7
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,47	1,57	-10	-46,6	29,8
Deuda pública a 10 años (España)	3,02	3,23	-21	-116,7	-105,7
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	155	166	-12	-70,2	-135,6
<b>Dólar</b>					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,22	0,23	-1	-2,3	-5,0
Líbor 12 meses	0,55	0,56	-1	-3,6	-15,7
Deuda pública a 1 año	0,10	0,11	-1	-1,5	-0,5
Deuda pública a 2 años	0,41	0,42	-1	3,1	21,5
Deuda pública a 10 años	2,65	2,72	-7	-40,4	99,9

### Spreads deuda corporativa (p. b.)

	30-abr	31-mar	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	70	76	-6	-1,0	-25,7
Itraxx Financiero Sénior	79	93	-14	-8,3	-61,7
Itraxx Financiero Subordinado	121	139	-18	-7,1	-106,4

### Tipos de cambio

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,387	1,377	0,7	0,9	6,1
¥/euro	141,760	142,130	-0,3	1,8	-10,0
£/euro	0,822	0,826	-0,5	1,0	2,3
¥/\$	102,240	103,230	-1,0	2,7	-4,5

### Materias primas

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	501,4	493,7	1,6	9,9	5,5
Brent (\$/barril)	108,7	107,0	1,6	-2,1	5,8
Oro (\$/onza)	1.291,6	1.284,0	0,6	6,7	-12,3

### Renta variable

	30-abr	31-mar	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.884,0	1.872,3	0,6	1,9	17,9
Eurostoxx 50	3.198,4	3.161,6	1,2	2,9	17,4
Ibex 35	10.459,0	10.340,5	1,1	5,5	24,7
Nikkei 225	14.304,1	14.827,8	-3,5	-12,2	5,6
MSCI emergentes	995,3	994,7	0,1	-0,7	-4,0
Nasdaq	4.114,6	4.199,0	-2,0	-1,5	23,6

## COYUNTURA · El ciclo económico mundial va mejorando y los riesgos a la baja disminuyen

El Fondo Monetario Internacional (FMI) dibuja un escenario positivo para los próximos años. En su reciente informe sobre Perspectivas Económicas Globales (WEO, por sus siglas en inglés), el FMI introduce pocos cambios en su cuadro numérico de previsiones macroeconómicas. El crecimiento mundial será del 3,6% en 2014 y del 3,9% en 2015, en ambos casos 1 décima por debajo de lo pronosticado en enero, pero significativamente por encima del dato de 2013 (3,0%). Esta notable aceleración es el resultado de la reactivación económica de EE. UU. y Europa, que permite compensar el deterioro que están experimentando algunos emergentes (Brasil y Rusia como casos destacados). Por su parte, la previsión de Japón empeora 3 décimas por el efecto de la subida del IVA y se sitúa algo por debajo del registro de 2013. Nuestro escenario no difiere excesivamente de las cifras presentadas por el FMI (véase el Focus «El FMI apunta a una recuperación definitiva de la economía global»). El informe también menciona que los riesgos bajistas son ahora menos acuciantes que hace unos meses, aunque todavía son importantes. Sobresalen la probabilidad de deflación en la eurozona y las posibles tensiones financieras y geopolíticas en algunos emergentes.

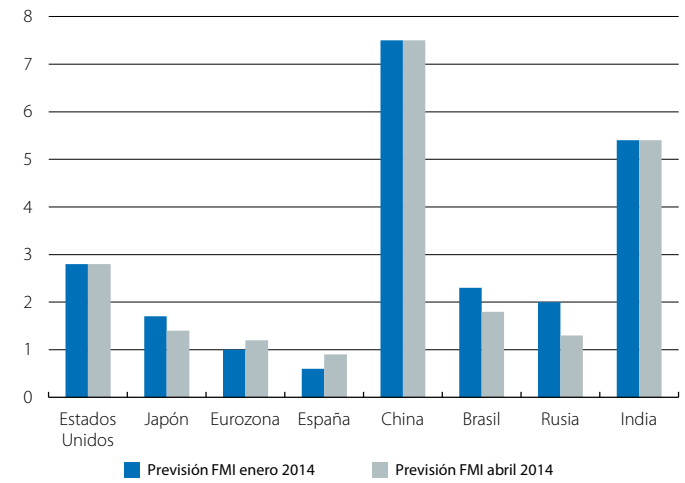
### ESTADOS UNIDOS

El avance del 2,3% interanual en el 1T 2014 acusa los efectos del mal tiempo, un fenómeno que no ha de reproducirse en lo que queda del año. El PIB apenas creció respecto al trimestre anterior: un 0,1% en términos intertrimestrales anualizados (2,6% en el 4T 2013), muy por debajo de las previsiones del consenso y de nuestras propias estimaciones. Destacan las contribuciones negativas de la inversión (tanto residencial como no residencial) y las exportaciones, así como el menor ritmo de avance en la acumulación de existencias. Por su parte, el consumo ha aguantado, aunque en gran medida gracias al mayor gasto sanitario de los ciudadanos por el *Obamacare* (el 1 de enero entró en vigor la obligación de tener seguro médico). Con todo, estimamos que después de este débil primer trimestre, EE. UU. retomará una vía de reactivación que le permitirá alcanzar tasas de avance superiores a su potencial durante los próximos dos años (del 2,6% en 2014 y del 3,0% en 2015).

Los indicadores de actividad más recientes ratifican la buena marcha de la economía. Según el estudio de campo que elabora regularmente la Reserva Federal (*Beige Book*), la expansión de la economía norteamericana no desfallece tras el bache invernal. Los índices de sentimiento empresarial de marzo mejoraron tanto en los sectores de manufacturas (hasta los 53,7 puntos desde los 53,2 de febrero) como en los de servicios (hasta los 53,1 puntos desde los 51,6 de febrero). Asimismo, despunta el avance significativo del índice de producción industrial en marzo (+0,7% intermensual) y la revisión al alza del dato de febrero. Por el lado de la demanda, el índice de

### FMI: previsiones de crecimiento del PIB en 2014

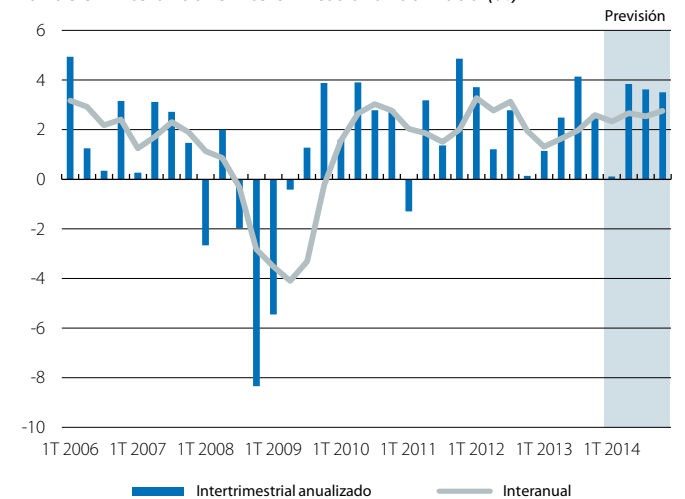
Variación interanual (%)



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

### EE. UU.: crecimiento del PIB

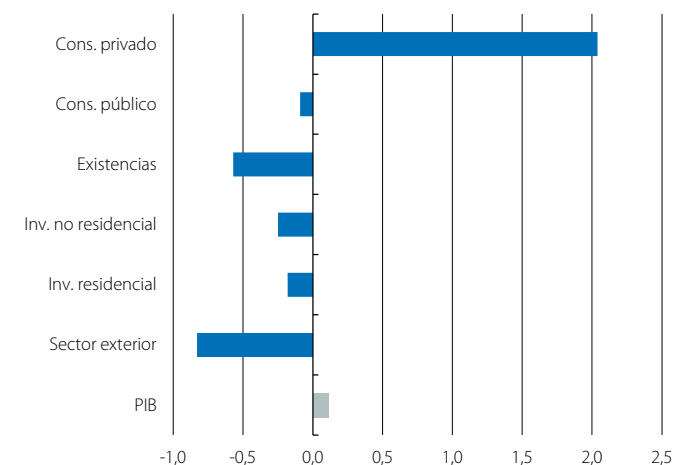
Variación interanual e intertrimestral anualizada (%)



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

### EE. UU.: contribuciones al crecimiento del PIB en el 1T

Variación intertrimestral anualizada (%)



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

confianza del consumidor del Conference Board de abril se situó en los 82,3 puntos. Si bien todavía por debajo del promedio histórico más reciente (en torno a los 100 puntos), este indicador se encuentra significativamente por encima del promedio de 2013 (73,2 puntos). Las ventas minoristas, que en marzo crecieron un robusto 1,1% intermensual, corroboran este tono positivo del consumo. Por su parte, el mercado inmobiliario mantiene el pulso firme, aunque se estima que las mejoras previstas de cara a 2014 serán algo inferiores a las de 2013. En particular, el índice Case-Shiller de precios, que engloba 10 áreas metropolitanas, aumentó un 13,1% interanual en febrero, frente al 13,7% interanual del 4T 2013.

**El mercado laboral prosigue con su recuperación y las tensiones inflacionistas siguen alejadas.** Los buenos datos sobre la creación de empleo de marzo y las revisiones al alza de los datos de los dos primeros meses del año dibujan una significativa mejoría en el plano laboral. En marzo, la economía estadounidense creó 192.000 puestos de trabajo, una cifra superior al promedio de los tres meses anteriores (142.000). Asimismo, y a pesar de que la tasa de paro se mantuvo en el 6,7%, la tasa de actividad mejoró levemente, hasta el 63,2% desde el 63,0% en febrero, sin que los salarios supusieran ninguna seria amenaza (se mantuvieron planos en marzo). Por su parte, los precios al consumo siguen siendo moderados. El IPC general avanzó un 1,5% interanual en marzo (0,2% intermensual), mientras que el subyacente (sin alimentos ni energía) aumentó un 1,6%.

**JAPÓN**

**En Japón, la interpretación de los datos es compleja por las distorsiones al hilo del aumento del IVA.** Así, la economía nipona registró en marzo un déficit comercial récord. El vigoroso aumento de las importaciones (17,6% interanual), muy superior al 4% de las exportaciones, se saldó con un déficit comercial del 2,8% del PIB (acumulado de 12 meses). Además de la factura energética, buena parte del fuerte avance importador en ese mes puede atribuirse a la anticipación de decisiones de gasto ante la subida de 3 puntos del IVA efectiva el 1 de abril (del 5% al 8%). En esta línea, las ventas minoristas aumentaron un vigoroso 11,0% interanual en marzo, frente al 3,6% de febrero. Un efecto que, a buen seguro, se moverá en sentido contrario los próximos meses.

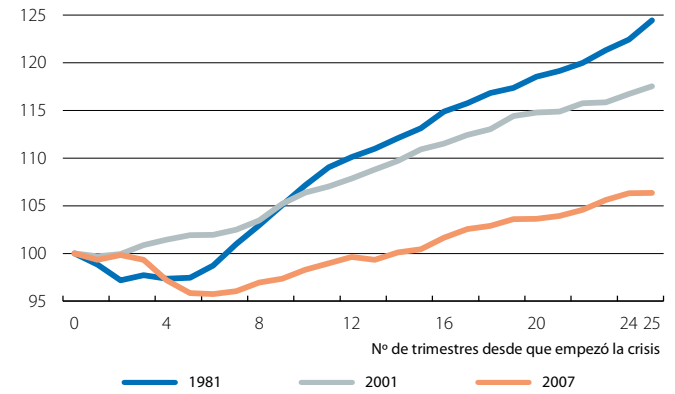
**En este entorno, los precios siguen subiendo en Japón pero los riesgos deflacionistas no pueden darse por eliminados.** El IPC de marzo acumuló un incremento del 1,6% interanual (1,5% en febrero). Sin embargo, el IPC subyacente (sin alimentos ni energía) se moderó hasta el 0,6% (0,7% en febrero). También sigue sin materializarse un aumento sostenido de los salarios, una circunstancia clave para la recuperación de la demanda interna.

**CHINA**

**China empieza el año con un menor ritmo de crecimiento.** El PIB de China creció en el 1T un 7,4% interanual (1,4% intertrimestral), por debajo del 7,7% de 2013. Este avance más

**Evolución del PIB en EE. UU.**

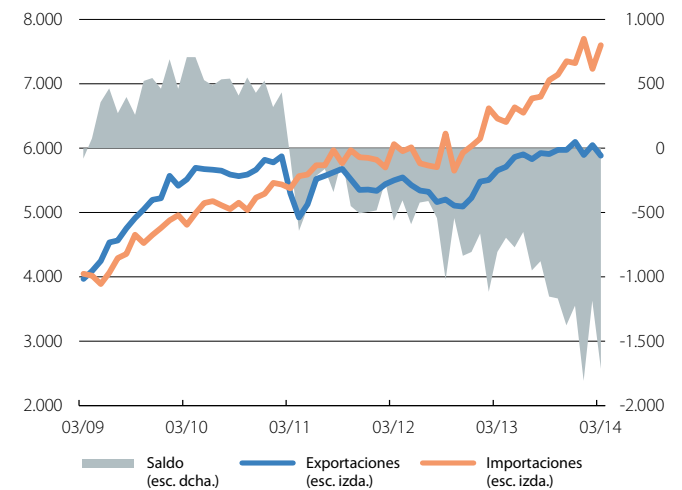
Nivel del PIB al inicio de la crisis (índice base = 100)



Trimestres base: 1981: 3T 191 = 100; 2001: 2T 2001 = 100; 2007: 4T 2007 = 100  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

**Japón: balanza comercial**

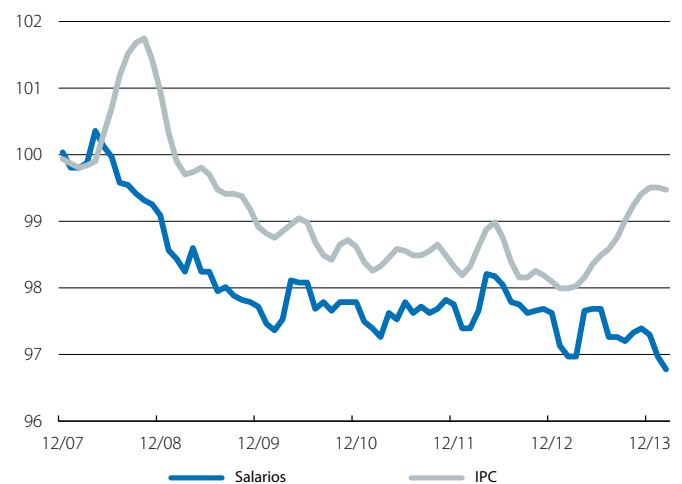
(Miles de millones de yenes)



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

**Japón: IPC y salarios**

Medias trimestrales (diciembre 2007 = 100)



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

limitado nos lleva a revisar ligeramente a la baja la previsión anual para los próximos dos años, 7,5% en 2014 (antes 7,7%) y 7,4% en 2015 (antes, 7,5%). Con todo, el Ejecutivo chino interpreta que el dato se encuentra dentro de un «intervalo razonable» y que responde al reequilibrio de la economía desde un modelo inversor-exportador hasta uno más basado en el consumo. En esta línea, nuestro panorama central sigue considerando poco probables los escenarios extremos (*hard landing*, crisis financiera), pues, a pesar de que el gigante asiático presente riesgos significativos (deuda pública y privada elevadas, complejidad del *shadow banking* y sobrecalentamiento del sector residencial), las palancas de las que dispone el Gobierno son numerosas. Así, a mediados de abril, anunció un mini paquete de estímulos fiscales entre los cuales destacan nuevas inversiones ferroviarias, la construcción de viviendas de bajo coste y rebajas impositivas para pequeñas empresas. Estas nuevas medidas se asemejan a las que se aplicaron el pasado verano cuando el crecimiento también parecía flojear.

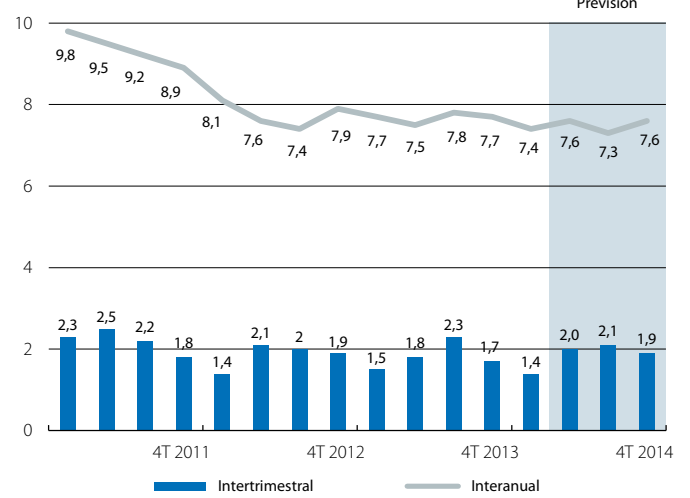
**Los indicadores de actividad más recientes descartan un deterioro económico sostenido.** La producción industrial y las ventas minoristas en marzo avanzaron ligeramente por encima de sus registros de enero y febrero (8,8% y 12,2% interanual, respectivamente), mientras que la inversión en capital fijo urbano aumentó un 17,4% interanual (en el acumulado de enero a marzo), solo un poco por debajo del espectacular 19,6% de finales de 2013. Por su parte, el índice *flash* de sentimiento empresarial manufacturero PMI (elaborado por Markit) de abril ha aumentado con respecto al registro de marzo, lo que evidencia cierta mejora en el pulso económico.

**OTROS GRANDES EMERGENTES**

**Rusia y Turquía cerraron 2013 con buen tono, pero 2014 se presenta complicado.** Rusia creció un 2,0% interanual en el 4T 2013 (1,3% en el promedio de 2013). Turquía registró un avance del PIB del 4,4% en el 4T 2013 (crecimiento anual del 4% en 2013). Para ambos países se prevé que en 2014 el crecimiento sea menor: 0,8% en Rusia, a causa de la situación de Ucrania; y 2,0% en Turquía, por la necesidad de llevar a cabo ajustes para controlar sus desequilibrios (en especial, cuenta corriente e inflación). Y es que las presiones sobre los precios son un problema endémico en muchos de estos grandes emergentes. Además de Turquía y Rusia, destacan las tensiones en Indonesia, la India (actualmente inmersa en un largo proceso de elecciones) y Brasil. Precisamente, en este último país y en Rusia los respectivos bancos centrales han vuelto a subir los tipos (hasta el 11% y el 7,5%, respectivamente) ante unas tasas de inflación superiores al 6%. En este sentido, la debilidad de los últimos indicadores de actividad de Brasil confirma la tendencia de desaceleración que está sufriendo ya la primera potencia latinoamericana (previsión del 2,0% en 2014 con riesgos a la baja). Por su parte, la India, a pesar de presentar también importantes desequilibrios externos y fiscales, está logrando desmarcarse de entre el grupo de los emergentes más débiles gracias a una política monetaria más estricta y a la reciente corrección en su desequilibrio por cuenta corriente (previsión del 5,6% en 2014).

**China: crecimiento del PIB**

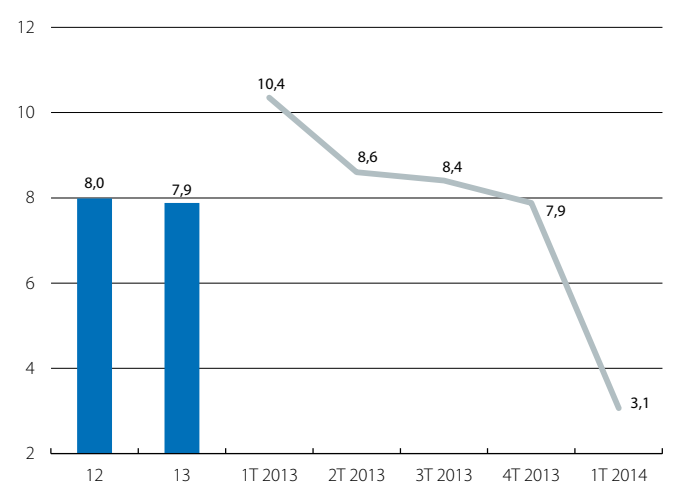
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

**China: evolución de las exportaciones**

Variación interanual (%)

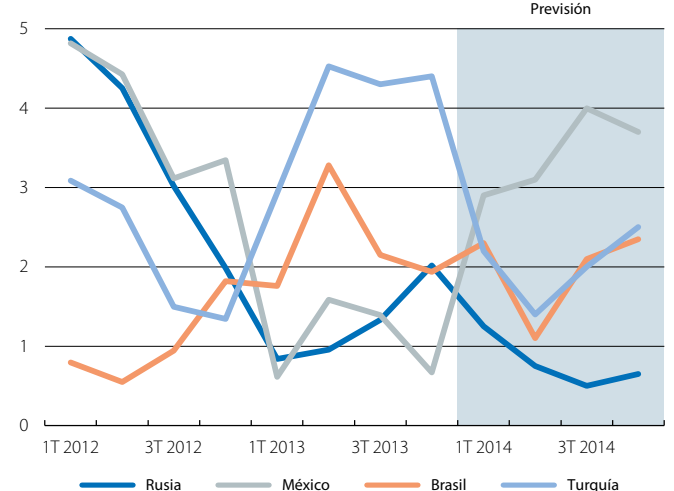


Nota: Para trimestres, acumulado de 12 meses.

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

**Emergentes: crecimiento del PIB**

Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de las oficinas nacionales de estadística de cada país.



## FOCUS · Arabia Saudí: importantes desafíos en el horizonte

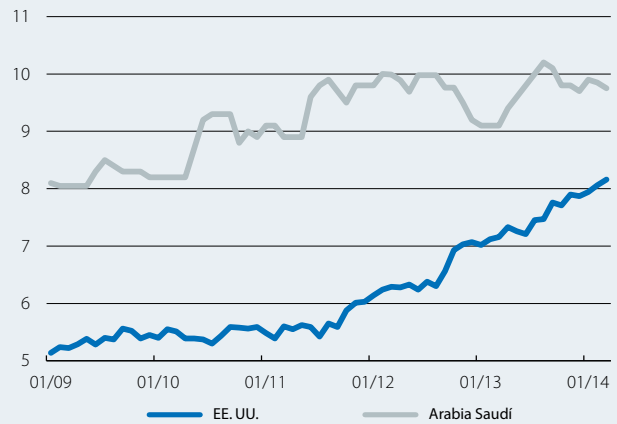
Cuando el presidente Barack Obama visitó Arabia Saudí para entrevistarse con el rey Abdullah el pasado 28 de marzo, encontró una monarquía preocupada. El país árabe es el mayor productor mundial de petróleo (casi 10.000 millones de barriles diarios sobre un total de 90.000) y cuenta con unas reservas considerables. Este dominio le ha proporcionado durante muchos años el papel de regulador del precio global del crudo, lo que, unido a una alianza estratégica con EE. UU. que dura 80 años, daba estabilidad al régimen teocrático de la casa de Saud. Sin embargo, esta situación privilegiada está cambiando. La producción de *shale oil and gas* (petróleo y gas extraídos de las capas de esquisto con la técnica del *fracking*) es la causa principal de este cambio de panorama.

Precisamente EE. UU. es el país que lidera la producción no convencional de hidrocarburos, lo que reduce drásticamente su dependencia del petróleo importado. De hecho, podría superar a Arabia como primer productor mundial ya en 2017 y, arrebatárselo, o al menos disputárselo, la condición de regulador del precio del crudo. La revolución *shale* implica que la oferta de petróleo se está haciendo más abundante y más elástica, es decir, proporciona más capacidad para aumentar la producción ante incrementos de demanda, lo que conlleva una evolución más estable del precio del petróleo. Un precio del petróleo contenido y que oscile menos de lo que nos tenía acostumbrados es bueno para las economías avanzadas: el IPC general estará más en línea con el subyacente y los presupuestos familiares y empresariales soportarán una menor factura energética. Sin embargo, para los países de la península arábiga esto supone un gran inconveniente. Las arcas públicas de Arabia Saudí se han beneficiado durante años de la apreciación del crudo. Pero si el precio se estabiliza, los ingresos se estancarán y las cuentas se resentirán. Así, según el FMI, el saldo público de Arabia Saudí pasará de un superávit del 7,1% del PIB a un déficit del 2,2% en 2019, y el superávit corriente se reduciría del 15,8% al 9,9% del PIB. Con estas previsiones, la financiación del nivel de inversión deseado obligará a un notable esfuerzo de ahorro por parte del sector privado.

A los problemas económicos se añaden tres cuestiones geopolíticas. En primer lugar, la primavera árabe despertó un foco de inestabilidad (especialmente con la emergencia de grupos como los Hermanos Musulmanes en Egipto) que pone en peligro el papel de referencia de Arabia Saudí en el mundo suní. Un segundo problema es el Irán chií, que podría aumentar su producción de 2.800 millones de barriles diarios, además de limar asperezas con EE. UU. Esto supondría un cierto desplazamiento del centro de gravedad de la región hacia Irán. En tercer lugar está la cuestión de la compleja sucesión política. El rey Abdullah es nonagenario y el príncipe Salman, su sucesor oficial, tiene problemas de salud, motivo por el cual se ha situado al septuagenario príncipe Muqrin en la primera línea sucesoria, lo que supondrá un liderazgo incierto. En este contexto de desafíos, la diplomacia occidental tendrá que hilar muy fino en la península arábiga durante los próximos años.

### Producción de petróleo

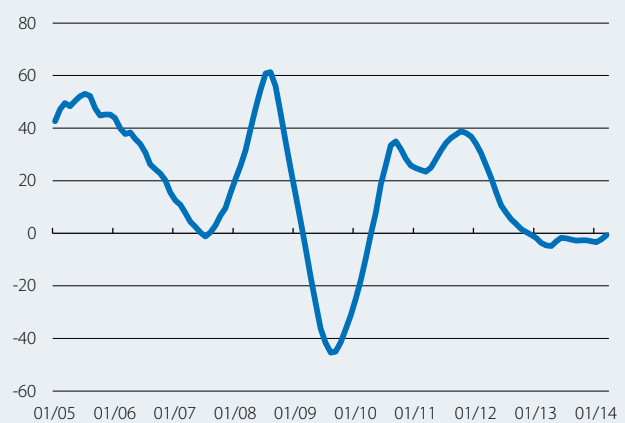
(Miles de millones de barriles diarios)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Energy Information Administration.

### Precio del petróleo

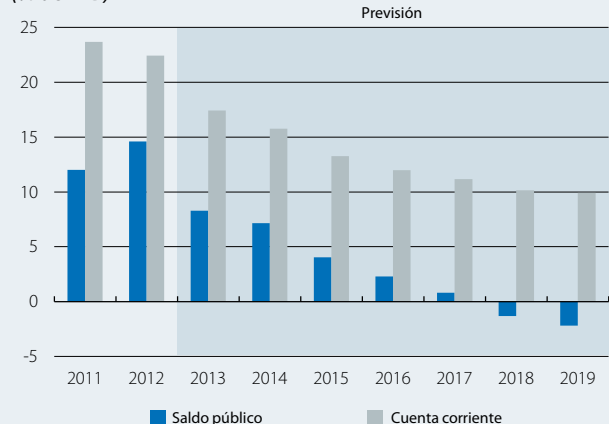
Promedio de los últimos 12 meses, variación interanual (%)



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

### Arabia Saudí: saldo público y corriente

(% del PIB)



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

## FOCUS · El FMI apunta a una recuperación definitiva de la economía global

Tras años de largo y tortuoso camino desde la crisis financiera de 2008, la economía mundial está por fin encarando la normalidad. Esta es la opinión, todavía manifestada con mucha prudencia, que se desprende de los últimos informes del Fondo Monetario Internacional (FMI).

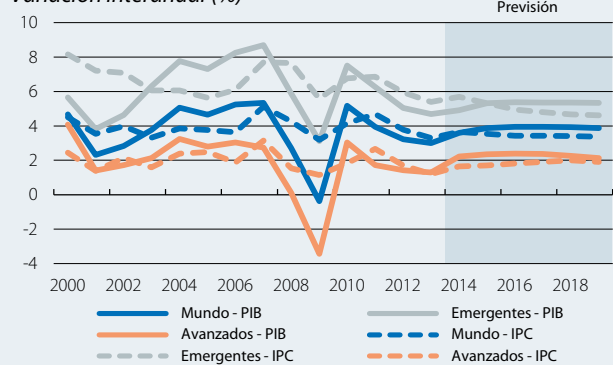
El cuadro de previsiones del recientemente publicado «World Economic Outlook» ha tenido pocas variaciones respecto al anterior de octubre. El crecimiento mundial se acelerará desde el 3,0% de 2013 hasta el 3,6% en 2014 y el 3,9% en 2015. Geográficamente, las revisiones al alza para los países desarrollados y a la baja para los emergentes se compensan entre sí, siendo casi todas ellas de escasa magnitud. Tal vez el cambio más importante en el panorama que dibuja el FMI sea el drástico descenso en la probabilidad que asigna a una nueva recesión global: un remoto 0,1% para 2014 frente al 6% que estimaba en octubre. Del análisis detallado se desprende que el entorno general evoluciona en sentido positivo para que la recuperación entre ya en una fase sostenible, bien arraigada y de amplia base (geográfica y sectorialmente). Controlar y, en la medida de lo posible, corregir los desequilibrios macroeconómicos (tanto internos como externos) y financieros es una condición importante al respecto. Las dinámicas recientes y su proyección apuntan en la dirección adecuada a nivel global, con las lógicas e inevitables excepciones, salvedades y focos de riesgo.

La pauta de moderación en los países emergentes y de aceleración en los desarrollados debe ayudar a los respectivos equilibrios internos de *output gap* e inflación. Conviene recordar que pocos trimestres atrás planeaba el temor a un sobrecalentamiento excesivo de los primeros, mientras que el fantasma de la deflación ha ido apareciendo repetidas veces sobre los segundos. Ahora el FMI calcula que en 2014-2015 el *output gap* se mantendrá cerca de cero en los emergentes y se reducirá (desde niveles moderadamente negativos) en los desarrollados. Simultáneamente, prevé estabilidad de las tasas de inflación en niveles bajos y ha recortado la probabilidad de deflación en todas las regiones hasta niveles insignificantes salvo en la eurozona, donde, a pesar de que también desciende, todavía supone una amenaza. Respecto a los desequilibrios externos, el FMI prevé continuidad en la senda de corrección de los desajustes globales por cuenta corriente que viene observándose desde 2008. A ello contribuirán los importantes reajustes de los tipos de cambio reales del último año, que han tendido a corregir desviaciones respecto a los niveles de equilibrio fundamental. Respecto a los desequilibrios financieros (niveles de endeudamiento, precios de los activos, etc.), el diagnóstico también es de mejora progresiva, como se detalla en el Focus «Estabilidad financiera global: de la liquidez al crecimiento» en este mismo número.

Las políticas económicas tienen un papel decisivo para romper la cadena de recaídas del crecimiento y las turbulencias financieras de los últimos años. Además de ayudar al control de los desequilibrios mencionados, deben afrontar otros retos como neutralizar los riesgos geopolíticos (política energética, por ejemplo), gestionar las crecientes desigualdades en la distribución de la renta y aumentar el crecimiento potencial de las economías. Otro informe bianual del FMI, «The Managing Director's Global Policy Agenda», identifica, propone y valora el cumplimiento de las actuaciones prioritarias en los distintos países. La edición de abril proporciona dos conclusiones destacables. Primero, el grado de cumplimiento de las recomendaciones ha mejorado sustancialmente respecto a dos años atrás, con mención especial para la eurozona. Segundo, conforme las tensiones financieras remiten, los riesgos extremos se reducen y la demanda mejora, el FMI considera que está llegando el momento de mover el foco de atención desde las políticas monetaria y fiscal hacia las políticas de oferta. Si bien el recetario para estas últimas es de sobras conocido, la relevancia de este mensaje es que efectivamente el Fondo empieza a pensar en términos de normalidad.

### Crecimiento del PIB e inflación

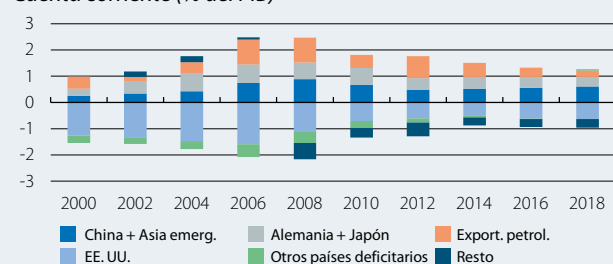
Variación interanual (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril 2014).

### Desequilibrios globales

Cuenta corriente (% del PIB)



**Nota:** Otros países deficitarios = Bulgaria, Croacia, Rep. Checa, Estonia, Grecia, Hungría, Irlanda, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, Rumanía, Eslovaquia, Eslovenia, España, Turquía, Reino Unido. Asia emergente = Hong Kong, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwán, Tailandia. Resto = Incluye países como Francia, Austria, Suecia, Suiza, Finlandia, Brasil, México, Chile o Australia, entre otros.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril 2014).

## PRINCIPALES INDICADORES

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

### ESTADOS UNIDOS

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14	04/14
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,8	1,9	1,6	2,0	2,6	–	2,3	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,9	4,0	4,2	4,0	3,7	1,8	2,1	3,5	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	75,1	81,0	74,0	79,4	78,3	83,9	82,3
Producción industrial	3,8	2,9	2,5	2,7	3,3	2,9	3,5	3,8	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	50,8	55,7	56,7	51,3	53,2	53,7	...
Viviendas iniciadas (miles)	783	929	869	882	1.008	903	920	946	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141	158	156	161	165	168	169	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,5	7,2	7,0	6,6	6,7	6,7	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,7	58,6	58,5	58,8	58,8	58,9	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,3	–2,8	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,8	...	...
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	2,1	1,5	1,4	1,6	1,2	1,6	1,1	1,5	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	...

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

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

### JAPÓN

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14
<b>Actividad</b>									
PIB real	1,4	1,5	–0,1	1,3	2,4	2,5	–	...	–
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	44,1	44,7	44,0	41,7	40,3	38,5	37,5
Producción industrial	0,2	–0,6	–6,6	–3,0	2,0	5,8	10,5	7,1	7,0
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	–5,0	6,0	–8,0	4,0	12,0	16,0	–	17,0	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	4,2	4,0	4,0	3,9	3,7	3,6	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–1,5	–2,4	–1,7	–1,9	–2,1	–2,4	–2,6	–2,6	–2,8
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	0,0	0,4	–0,6	–0,3	0,9	1,4	1,4	1,5	1,6
Precios de consumo subyacente	–0,6	–0,2	–0,8	–0,4	0,0	0,5	0,6	0,7	0,6

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	03/14
<b>Actividad</b>									
PIB real	7,7	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	–	7,4	–
Ventas al por menor	14,3	13,1	12,3	12,5	12,8	13,0	11,8	11,8	12,2
Producción industrial	10,0	9,9	9,6	9,1	10,1	10,0	8,6	8,6	8,8
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,5	50,5	50,8	51,3	50,5	50,2	50,3
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	230	260	272	269	252	260	264	226	234
Exportaciones	8,0	7,9	18,3	3,9	3,9	7,4	10,6	–18,1	–6,6
Importaciones	4,3	7,3	8,7	5,0	8,4	7,1	10,0	10,1	–11,3
<b>Precios</b>									
Precios de consumo	2,7	2,6	2,4	2,4	2,8	2,9	2,5	2,0	2,4
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup> (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,2	6,2	6,1	6,1	6,1	6,1	6,2

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

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

## COYUNTURA · El crecimiento gana tracción pero la presión sobre el BCE aumenta

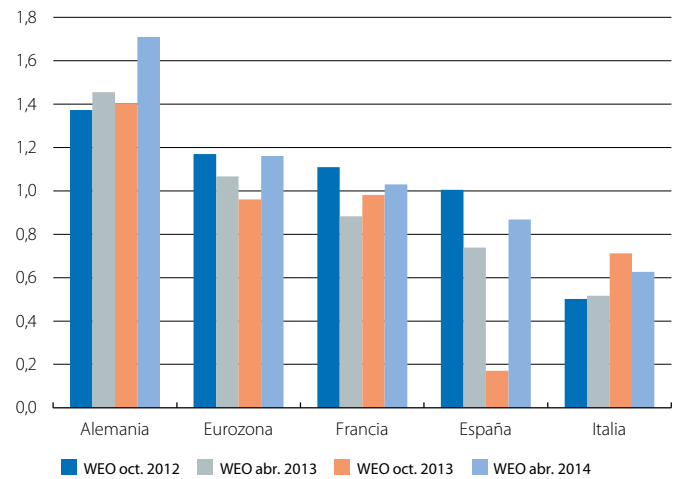
**Mejoran las perspectivas de crecimiento de la eurozona.** Los indicadores publicados durante el mes de abril siguen dibujando un escenario de recuperación paulatina de la actividad económica. La fortaleza del sector exterior y, sobre todo, la mayor solidez de la demanda interna están apoyando una mejora de las perspectivas de crecimiento de la región. El FMI, por ejemplo, las ha revisado 1 décima al alza tanto para 2014 como 2015 (hasta el 1,2% y el 1,5% anual, respectivamente). La institución destaca la mayor solidez de la demanda interna aunque señala que aún hay varios factores que contribuyen a que el actual proceso de recuperación sea especialmente delicado. De entre los principales cambios en el escenario de previsiones por países sobresale el caso de Alemania, cuyo crecimiento ha sido revisado al alza en 3 décimas desde el último *World Economic Outlook* (WEO). La revisión de España también ha sido muy significativa, hasta el 0,9% anual en 2014. Menos positivos son los cambios para Francia e Italia, países en los que el FMI resalta la fragilidad de la recuperación económica.

**Los indicadores de confianza sugieren que el crecimiento ganó impulso en el 1T 2014.** Muestra de ello es la evolución de los índices de los gestores de compras PMI que, tanto para el sector manufacturero como el de servicios, se encuentran claramente por encima de los 50 puntos, umbral a partir del cual se suelen producir tasas de crecimiento positivas. En abril, de hecho, el índice compuesto ascendió hasta los 54,0 puntos, el nivel más alto de los últimos tres años. También la evolución del indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea presenta una tendencia claramente alcista, a pesar de haberse estancado temporalmente en abril. Asimismo, el importante aumento de la confianza de los consumidores (-8,7 en abril frente a -11,2 en el 1T 2014 en promedio) parece adelantar una mejora del consumo privado en los próximos meses. Todo ello sugiere que el crecimiento económico en el primer trimestre del año será mayor al del 4T 2013, del 0,2% intertrimestral y, por tanto, se acercará al promedio histórico de la región, entre el 0,4% y el 0,5%.

**También los datos de actividad y consumo presentan una tendencia que invita al optimismo.** El índice de producción industrial consolida su avance en febrero, marcando un incremento del 1,7% interanual. Destaca el dinamismo de la producción de bienes intermedios y de capital, que dibuja un escenario favorable para el avance de la inversión. Una vez más es preciso resaltar las divergencias entre Francia y Alemania. La actividad industrial gala volvió a decepcionar, con una variación del -0,5% interanual en febrero. En el país germánico, en cambio, el avance alcanzó el 4,1%. La evolución de las ventas minoristas es más homogénea entre países: en prácticamente todos ellos se dibuja una trayectoria alcista. Así, para el conjun-

### Previsiones de crecimiento del PIB para 2014

Variación interanual (%)

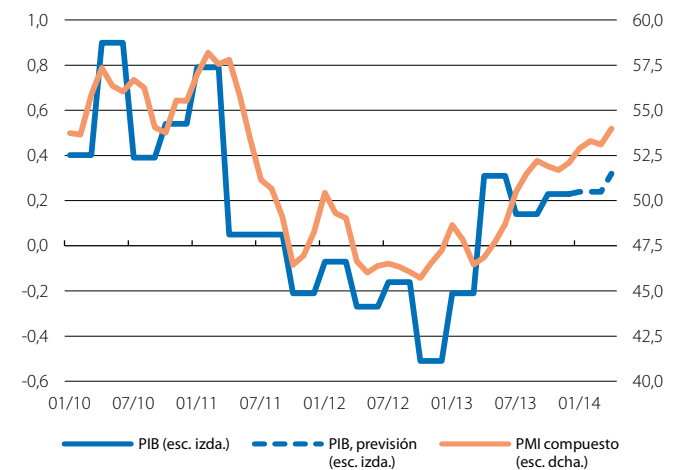


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

### Eurozona: crecimiento del PIB y PMI compuesto

Variación intertrimestral (%)

(Índice)

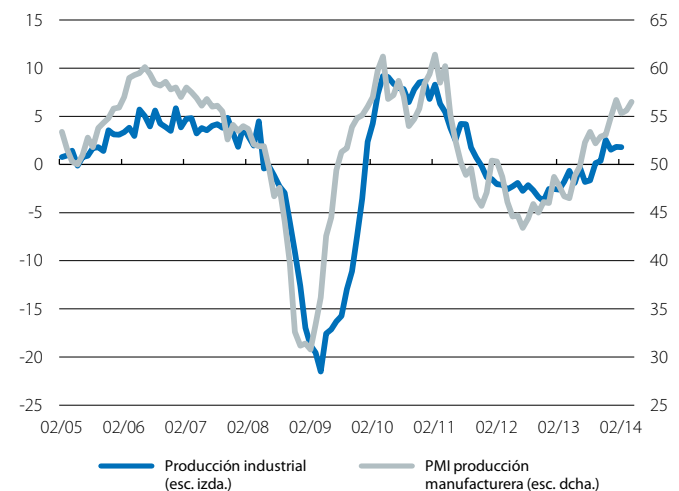


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y Markit.

### Eurozona: indicadores de actividad

Variación interanual (%)

(Índice)



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

to de la eurozona, las ventas al por menor crecieron un 0,8% interanual en febrero, impulsadas sobre todo por el repunte del componente no alimentario.

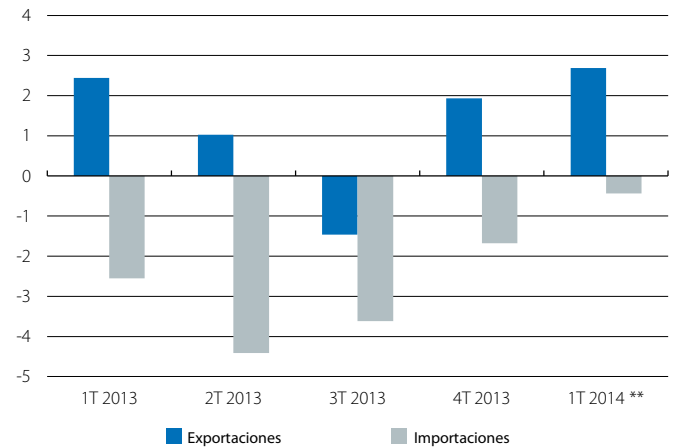
**Las exportaciones mantienen el tono y las importaciones empiezan a estabilizarse.** Las exportaciones de bienes, que ya cerraron el pasado año con buenos registros, han acelerado ligeramente el ritmo de avance en los primeros compases de 2014. Concretamente, en los dos primeros meses del año registraron un crecimiento anual promedio del 2,7%, casi 1 p. p. por encima del avance del 4T 2013. El cambio de tendencia es más pronunciado en las importaciones, que llevan tiempo retrocediendo, pero en los últimos meses han empezado a moderar notablemente el ritmo de caída: del -1,7% del 4T 2013 han pasado al -0,4% interanual en enero y febrero. Esto es en gran medida el resultado de la recuperación de la demanda interna, especialmente del consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo, que ya hace tres trimestres que muestran tasas de crecimiento positivas, lo que poco a poco va arrastrando las importaciones.

**La inflación se mantiene en cotas bajas y presiona al BCE.** La tasa de inflación para el conjunto de la eurozona se encuentra en los niveles más bajos desde 2009. En abril, aumentó 2 décimas, hasta el 0,7%, pero una parte importante del repunte fue resultado de factores temporales, como el efecto Semana Santa. Esta eventualidad dificulta juzgar hasta qué punto los factores de fondo, como la recuperación de la demanda interna, podrán convertir este incremento en una tendencia alcista. Mientras la incógnita no se resuelve, la presión sobre el BCE para que actúe se agudiza. A la lista de circunstancias que se tienen en cuenta para defender una política monetaria más laxa, en los últimos meses se ha añadido el repunte de los tipos del mercado monetario y la cotización del euro, que poco a poco se ha ido acercando a los 1,40 dólares. De momento, la actuación del BCE se ha quedado en el plano verbal, pero el tono de las declaraciones ha ido ganando firmeza y concreción en los últimos meses, hasta el punto que el BCE ha conseguido hacer creíble que llevará a cabo un *quantitative easing* si lo cree necesario, un hecho difícil de imaginar hace poco tiempo.

**Persiste la fragmentación financiera en la eurozona.** Según un estudio llevado a cabo por el BCE (*Financial Integration in Europe*), a pesar de las mejoras en los últimos dos años, la fragmentación financiera de la región se mantiene en cotas elevadas. En dicho informe se destaca que los avances son sobre todo fruto de las acciones de política monetaria, los avances hacia la Unión Bancaria y las reformas estructurales que han llevado a cabo los países de la eurozona, especialmente los periféricos. De todas formas, el BCE alerta de la gran variación en los costes de financiación para las empresas no financieras, y remarca la importancia de hacer llegar el crédito a la economía real, especialmente en la periferia. El BCE señala la materialización de la unión bancaria en los próximos meses como elemento clave para que la integración financiera se vaya recobrando.

**Eurozona: balanza de bienes \***

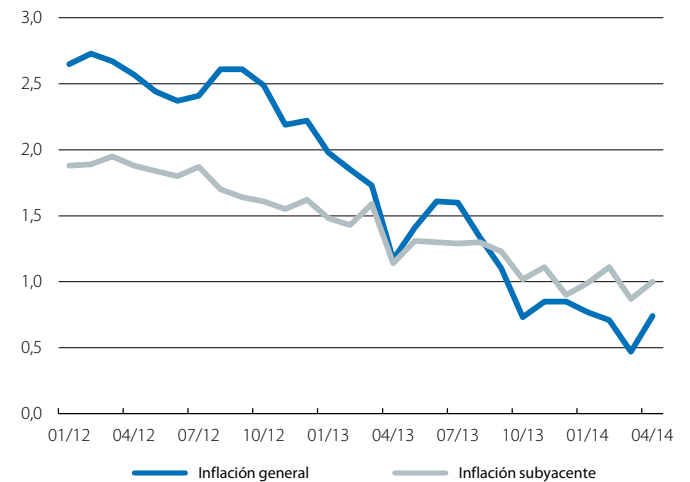
Variación interanual (%)



**Nota:** \* Datos nominales.  
**\*\*** Acumulado de enero y febrero, respecto a enero y febrero del año anterior.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: índice de precios al consumo armonizado**

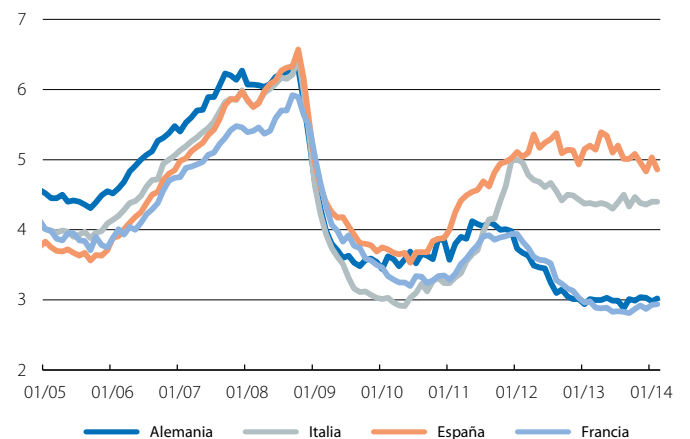
Variación interanual (%)



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

**Costes de financiación para las empresas no financieras \***

Tipo de interés (%)



**Nota:** \* Préstamos hasta 1 millón de euros.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

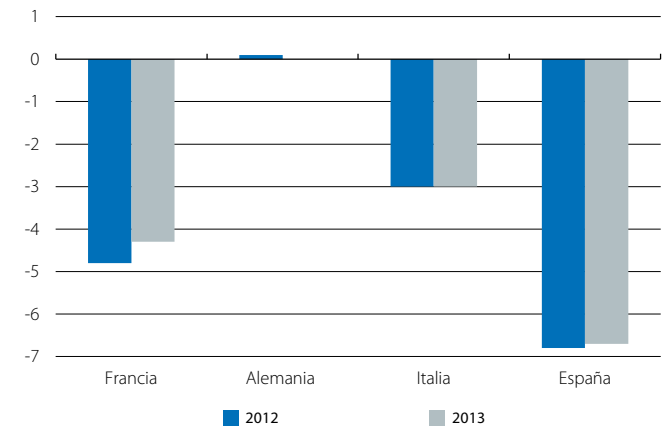
**Diferentes situaciones en las finanzas públicas.** Si bien para el conjunto de la eurozona el déficit público se situó en el 3,0% del PIB en 2013, las diferencias entre países siguen siendo muy notables. En un extremo destaca Alemania, que ha mantenido las cuentas públicas prácticamente en equilibrio por segundo año consecutivo. También sobresalen Austria y Holanda, ambas con un déficit público que también se sitúa claramente por debajo del 3% del PIB. Francia se mantiene alejada de estos registros y cerró 2013 con un déficit del 4,3%, solo 0,6 p. p. por debajo del de 2012. Los mayores ajustes los observamos en los países periféricos, que a pesar de mantenerse lejos del objetivo del 3% siguen ajustando sus cuentas públicas según el calendario previsto y acordado con la CE. En este sentido despuntan Irlanda y Portugal. En Irlanda, el déficit disminuyó 1 p. p., hasta el 7,2%, y en Portugal el descenso fue de 1,5 p. p., hasta el 4,9%. En España, si no se tienen en cuenta las pérdidas por las ayudas al sector bancario, el descenso del déficit público fue muy escaso, pero ello no refleja el esfuerzo fiscal llevado a cabo, ya que muchas de las medidas para ajustar el déficit en 2012 fueron temporales, y ello obligó a tomar medidas adicionales en 2013.

**Portugal finalizará el programa de la troika con éxito.** Exceptuando la crisis de Gobierno del pasado año, la implementación del programa acordado con la troika se ha caracterizado por el compromiso y la seriedad de las autoridades lusas durante los tres años que ha durado. El buen ritmo de crecimiento que Portugal ha exhibido durante los últimos trimestres, que ha sorprendido a la mayoría de analistas; el firme compromiso con el proceso de consolidación fiscal, hasta el punto de reducir el déficit público más de lo inicialmente previsto en 2013; y la profundidad de algunas de las reformas estructurales que se han desarrollado, han permitido a Portugal recuperar la confianza de los mercados. La prima de riesgo de la deuda lusa ha descendido sustancialmente durante los últimos meses, un hecho que el Tesoro portugués ha aprovechado para prefinanciar las necesidades de este año y empezar a cubrir las de 2015. Con todo, la situación de la economía lusa continua siendo delicada, por lo que sigue siendo imprescindible mantener la firmeza en los tres frentes anteriormente mencionados.

**El ritmo de crecimiento se acelera en el Reino Unido.** El PIB del país anglosajón creció un contundente 0,8% intertrimestral en el 1T 2014. Hasta hace poco había serias dudas sobre la solidez de la recuperación en el Reino Unido dado que se fundamentaba en gran medida en el auge del mercado inmobiliario y en el consumo privado. Sin embargo, los signos de mejora se han extendido a las condiciones crediticias, los indicadores de confianza y, sobre todo, a la inversión en bienes de equipo. Ahora la incertidumbre gira en torno a cuándo el Banco de Inglaterra empezará a endurecer las condiciones monetarias. De hecho, en su estrategia de *forward guidance*, este anunció que el punto de inflexión llegaría cuando la tasa de paro se situara por debajo del 7%, y actualmente ya se encuentra en el 6,9%.

**Saldo público para distintos países de la eurozona**

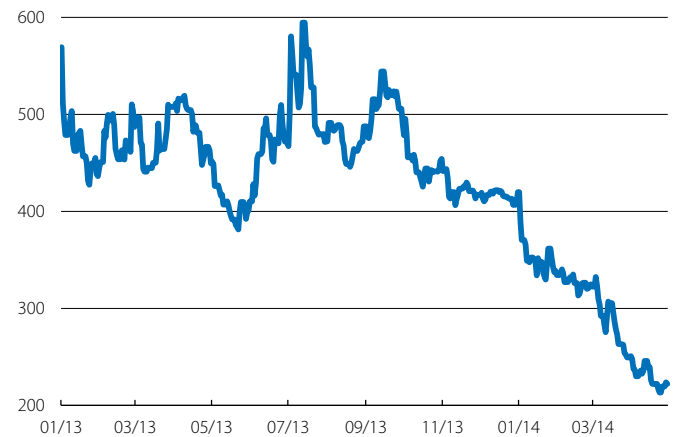
(% del PIB)



*Nota:* No incluyen ayudas a la banca.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Portugal: prima de riesgo \***

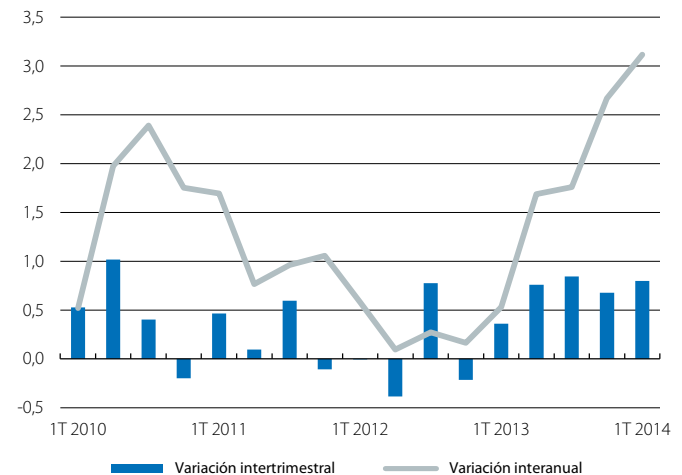
(p. b.)



*Nota:* \* Diferencia entre la rentabilidad del bono portugués a 10 años y el bono alemán al mismo vencimiento.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Reino Unido: PIB**

(%)



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

## FOCUS · Francia: pendiente de la política económica

La recuperación de la eurozona está siendo liderada prácticamente en solitario por la economía alemana. Francia, la otra gran potencia europea, se ha quedado claramente rezagada y su capacidad de crecimiento ofrece muchas dudas. En el presente artículo se analizan brevemente los motivos de fondo, así como el efecto que puedan tener las medidas previstas por el nuevo ejecutivo liderado por Manuel Valls para relanzar la economía.

Durante la última década, la demanda interna ha impulsado el crecimiento del PIB francés. Durante la expansión de 2000-2007, el PIB creció a una tasa anual promedio del 2,1%, aumentando la demanda interna al 2,4%. Durante la recesión, la demanda interna se desplomó, mientras que la aportación de la demanda externa al crecimiento se mantuvo prácticamente constante. En los últimos años, de nuevo ha sido la demanda interna la que ha retomado más impulso.

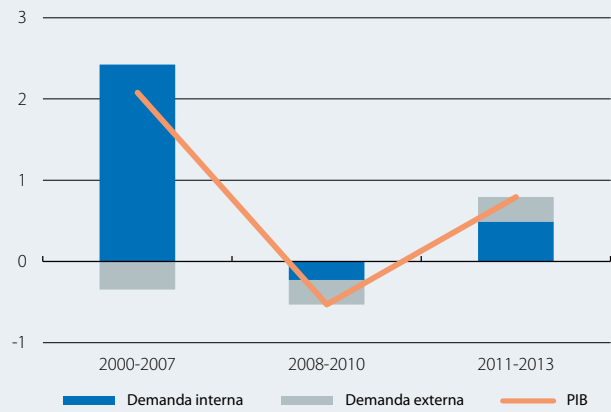
Si analizamos la evolución de los distintos componentes que integran la demanda interna, observamos que su crecimiento hasta antes de la crisis estaba basado, sobre todo, en el consumo privado y que su caída entre los años 2008-2010 explica el menor pulso que tuvo la economía. Asimismo, es interesante observar que el consumo público se ha mantenido constante durante todo el periodo y que está siendo el gran protagonista de la incipiente recuperación.

Sin embargo, el apoyo que dichos factores pueden ofrecer a corto y medio plazo parece bastante limitado. La deuda pública se encuentra en el 93,5% del PIB, lo que ha obligado al primer ministro Manuel Valls a poner el acento de su política económica en la disciplina fiscal. Por otro lado, el consumo privado no podrá contar ni con amplios avances del crédito, que ya se encuentra en el 120% del PIB, ni con grandes alzas de los salarios.

¿Puede la capacidad exportadora francesa tomar el relevo? Los indicadores de competitividad no son muy halagüeños en este sentido. El valor añadido por hora trabajada respecto a los países de la eurozona ha seguido una tendencia negativa en los últimos años. La misma tendencia que se observa en el índice de competitividad global del World Economic Forum. Por ejemplo, en 2006, Francia ocupaba la 15ª posición en el ranking y en 2013 había bajado hasta la 23ª. El Gobierno francés parece consciente de la necesidad de dar la vuelta a esta situación: el «pacto de responsabilidad», anunciado por el Presidente F. Hollande, incluye la reducción de impuestos a las empresas y cierta desregulación de la economía. Estas buenas intenciones, todavía poco concretadas, hacen difícil valorar si Francia finalmente está llevando a cabo el giro que tanto requiere su economía. La dirección, sin embargo, parece la adecuada.

### Crecimiento del PIB: composición

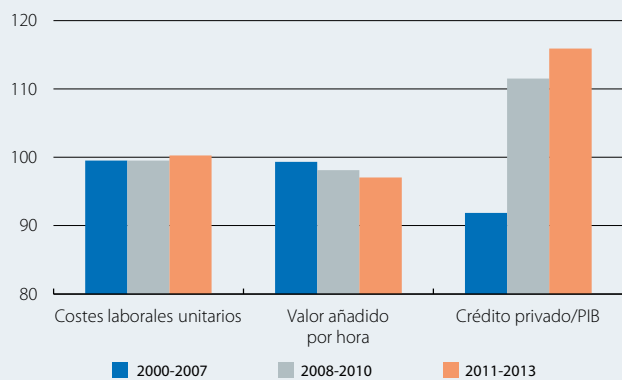
Promedio variación anual (%)



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

### Determinantes del consumo interno

(%)

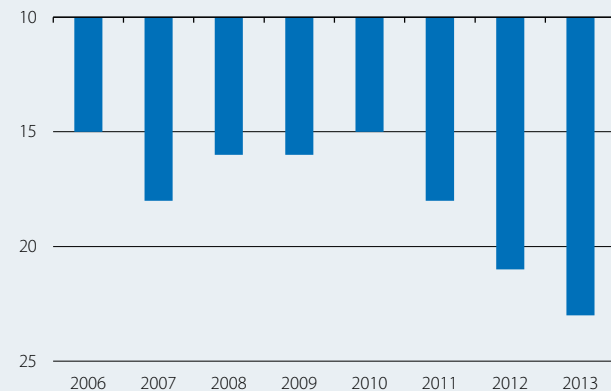


Nota: Costes laborales unitarios nominales de Francia respecto a los países europeos de la OCDE. Valor añadido por hora trabajada en Francia respecto a la eurozona.

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

### Indicadores de competitividad

Posición en el ranking (escala invertida)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del World Economic Forum Global Competitiveness Report.

## FOCUS · Propuestas para mutualizar la deuda de los países en la eurozona

La crisis que durante los últimos años azotó la eurozona puso de manifiesto importantes carencias en su diseño institucional. En este contexto cabe enmarcar, y destacar, los recientes pasos hacia la unión bancaria y el mayor control que la CE ahora ejerce sobre la política económica de cada país. Otro flanco que ha suscitado un intenso debate durante los últimos años es la conveniencia de diseñar mecanismos para mutualizar la deuda pública de los distintos países de la eurozona, máxime cuando todavía persisten importantes diferencias en el coste de la deuda. Recientemente, la CE ha publicado un estudio que analiza el tema a fondo.

Concretamente, en julio del pasado año, la CE nombró un grupo de diez economistas para que analizaran con detenimiento las posibles ventajas, riesgos, requerimientos y obstáculos a la hora de sustituir parcialmente la emisión de deuda pública a nivel nacional por deuda emitida conjuntamente por los distintos países de la eurozona.<sup>1</sup> La CE encargó el estudio de dos mecanismos, uno para la emisión de deuda a largo plazo y otro para la emisión de deuda a corto plazo. En el informe publicado, el grupo de expertos deja muy claro que la decisión de implementarlos es estrictamente política, mientras que el análisis que ellos llevan cabo es estrictamente técnico. De todas formas, en varios casos los autores hacen notar que existen importantes discrepancias entre ellos.

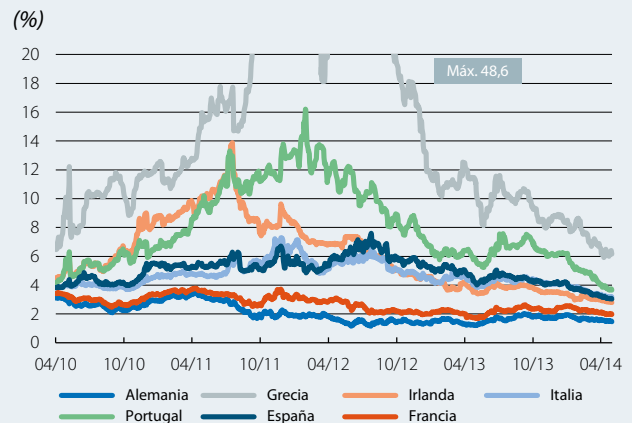
Para la deuda a largo plazo, se toma como referencia la propuesta del German Council of Economic Experts, también conocida como Debt Redemption Fund and Pact (DRF/P). Dicho mecanismo consta de dos elementos: (i) un fondo al que los países con un nivel de deuda pública superior al 60% del PIB transfieren la parte de su deuda superior a tal umbral. La carga de la deuda del fondo sería asumida por todos los países de la eurozona y se repartiría en función del PIB. (ii) Un marco normativo diseñado para asegurar que todos los países que transfieren parte de la deuda al fondo tomen las medidas necesarias para sanear las cuentas públicas. Este fondo se concibe como temporal, cabe utilizarse solo durante el lapso de tiempo que se estime necesario para que los países participantes en el mismo puedan reducir la deuda nuevamente por debajo del 60% del PIB.

Para la emisión conjunta de deuda pública a corto plazo, conocida como *eurobills*, se considera la emisión de deuda hasta dos años. Asimismo, se analiza el caso en el que el límite máximo de deuda que cada país pueda emitir de forma compartida vía *eurobills* sea del 30% de su deuda total. La emisión de *eurobills* tendría como principal obje-

tivo la creación de un instrumento seguro y líquido que, en la medida en la que no se utilice la máxima capacidad de emisión, debería facilitar a los países más débiles el acceso a los mercados en momentos de más volatilidad.

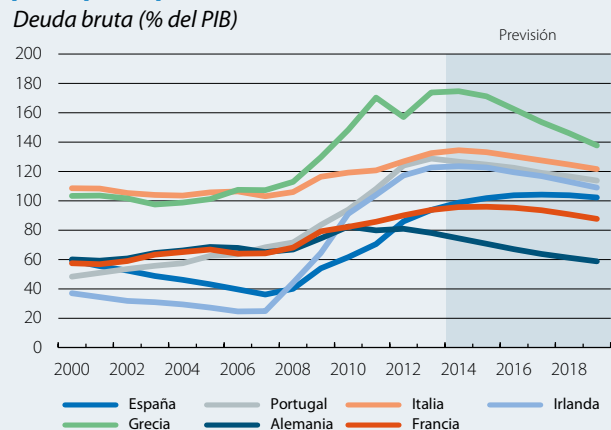
Entre los autores hay discrepancias sobre el alcance que estas medidas pueden llegar a tener, pero parece que existe un amplio consenso de que su éxito depende de la efectividad de las medidas de gobernanza. En este sentido, se enfatiza que el marco con el que cuenta la CE para controlar la política económica de cada país es muy reciente y que su efectividad todavía está por probar. Es por ello que se considera prudente disponer de un lapso de tiempo más amplio para poder asegurarse de que dicho marco funciona antes de discutir nuevas ampliaciones. Este requisito se considera imprescindible para implementar con éxito instrumentos de mutualización de la deuda pública.

### Rentabilidad por países de la deuda pública a 10 años



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

### Evolución de la deuda pública de los principales países de la eurozona



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

1. «Expert group on debt redemption fund and eurobills», Final Report, 31 de marzo de 2014.



## PRINCIPALES INDICADORES

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14	04/14
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	-1,7	-0,9	-1,0	-0,5	0,2	0,8	0,8	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	-2,5	-0,7	-1,0	-1,1	1,5	1,6	1,7	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,6	-20,8	-15,9	-14,4	-11,7	-12,7	-9,3	-8,7
Sentimiento económico	90,8	93,8	90,2	95,3	99,1	101,0	101,2	102,5	102,0
PMI manufacturas	46,2	49,6	47,9	50,9	51,9	54,0	53,2	53,0	...
PMI servicios	47,6	49,3	47,5	50,9	51,3	51,6	52,6	52,2	...
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) ( <i>variación interanual</i> )	-0,7	-0,9	-1,0	-0,8	-0,5	-	...	-	-
<b>Tasa de paro: zona del euro (% pobl. activa)</b>	11,3	12,0	12,0	12,0	11,9	11,9	11,9	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,3	5,3	5,2	5,1	5,1	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,3	10,3	10,2	10,3	10,4	...	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,1	12,3	12,7	12,9	13,0	...	...
España (% pobl. activa)	25,1	26,4	26,4	26,5	26,1	25,8	25,6	...	...

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	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14
<b>Saldo corriente: zona del euro</b>	1,6	2,7	2,3	2,4	2,7	2,8	2,9	...
Alemania	7,4	7,5	7,5	7,4	7,5	7,7	7,6	...
Francia	-2,2	-1,3	-1,6	-1,7	-1,3	-1,3	-1,3	...
Italia	-0,3	1,0	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3	...
España	-1,2	0,8	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	97,8	101,6	100,8	101,9	103,1	103,4	103,5	104,6

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

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

### Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14	
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>1</sup>	-0,3	-2,4	-2,2	-2,8	-2,9	-2,8	-3,1	-3,1	
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	0,4	
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>3</sup> (%)	2,4	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,2	...	
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>4</sup> (%)	3,1	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8	2,8	...	
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	9,3	7,6	6,6	6,2	6,2	5,5	
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	0,1	0,3	-1,5	-2,6	-2,6	-2,3	
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-15,5	-17,2	-16,8	-12,8	-11,6	-13,6	
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,8	2,0	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	...	

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

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

## COYUNTURA · La recuperación económica convence

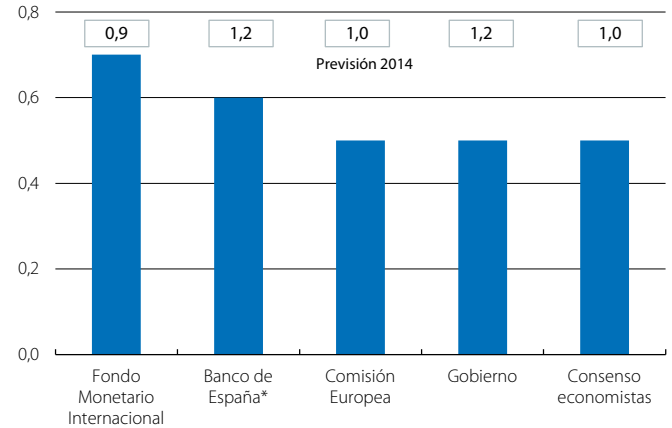
**Mejora generalizada de las perspectivas de crecimiento.** Los buenos registros de actividad de los últimos meses, en muchos casos mejor de lo esperados, han permitido disipar notablemente las dudas respecto a una posible recaída de la economía española. La mejora de la confianza en la recuperación se refleja en el incremento de las previsiones de crecimiento para 2014 que durante los últimos meses han elaborado los principales organismos internacionales. En abril, ha sido el turno del Fondo Monetario Internacional y del Gobierno, con previsiones 7 y 5 décimas superiores a las del otoño pasado, respectivamente. Este escenario contrasta con el observado en 2011 cuando, ante los primeros indicios de reactivación económica, las previsiones de crecimiento permanecieron prácticamente ancladas. Los motivos del actual vuelco son varios, pero destacan las mejoras de la gobernanza europea, una política monetaria más laxa y un mayor reequilibrio de la economía española que ya permite avances de la demanda interna. Sin embargo, el proceso de recuperación aún se encuentra en una etapa inicial, por lo que mantener el esfuerzo reformador, tanto a nivel europeo como nacional, sigue siendo imprescindible para garantizar su continuidad.

**El crecimiento del PIB aumenta hasta el 0,4% intertrimestral en el 1T 2014,** 2 décimas por encima del registro del trimestre anterior. Todavía no se dispone del detalle por componentes, pero las estimaciones del Banco de España apuntan a un mayor dinamismo de la demanda interna durante los primeros meses del año como principal motivo del mayor crecimiento del PIB en el 1T 2014. Los indicadores de actividad de los primeros meses del año se alinean con esta estimación. El incremento de la producción industrial durante enero y febrero, del 2,2% interanual, anticipa nuevos aumentos de la inversión. Las ventas minoristas, por su parte, se mantienen en terreno positivo, aunque mostraron un avance más tímido en el mismo periodo, lo que se alinearía con un ritmo de crecimiento del consumo en el 1T 2014 algo inferior al 0,5% intertrimestral registrado durante los dos trimestres anteriores. Por último, aunque el proceso de consolidación fiscal seguirá frenando el consumo público, esperamos que en el 1T 2014 lo haya hecho con una intensidad menor que la del 4T 2013, cuando cayó un 3,9% intertrimestral.

**El consumo privado y la inversión continuarán impulsando la demanda interna a lo largo del año.** Su trayectoria reciente ya invita al optimismo: el consumo de los hogares avanzó un 1% durante el segundo semestre del 2013, y la inversión en bienes de equipo cerró el año con un avance del 9,6% interanual. En ambos casos, las perspectivas siguen siendo favorables. Para el consumo, destaca el intenso aumento de la confianza de los hogares que, en los cuatro primeros meses del año, ha escalado hasta niveles similares a los de 2001. Las mejores expectativas para los próximos 12 meses, tanto de

### Revisión de las previsiones de crecimiento (2014)

Variación respecto a las previsiones de otoño (p. p.)



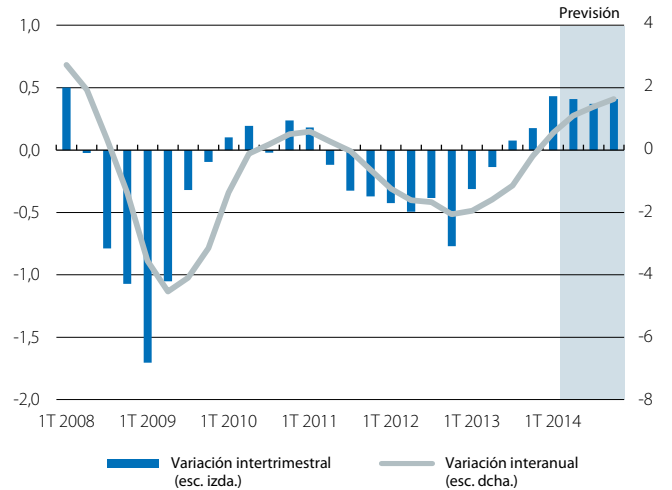
Nota: \*Variación respecto a la previsión de marzo de 2013.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI, CE, Banco de España, Ministerio de Economía y Consensus Economics.

### Crecimiento del PIB

Variación intertrimestral (%)

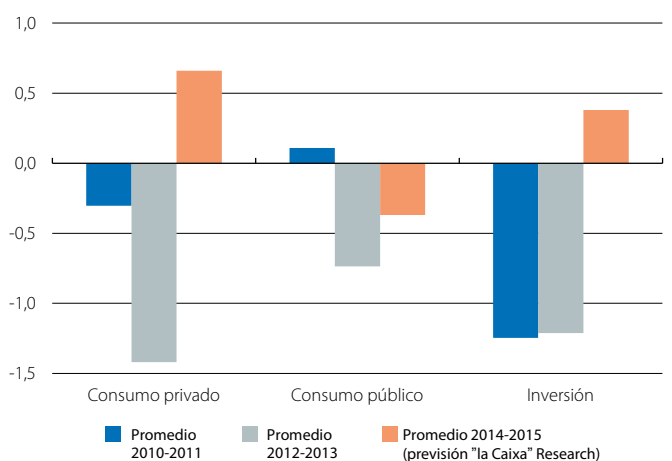
Variación interanual (%)



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

### Contribución al crecimiento de la demanda interna por componentes

Promedio de la contribución de dos años (p. p.)



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

empleo como de la situación financiera de los hogares, explican el repunte de las intenciones de consumo. Los datos más recientes de inversión también son halagüeños. Una buena muestra de ello es el buen pulso de la producción de bienes de equipo, que en los dos primeros meses de 2014 creció un 4,4% interanual.

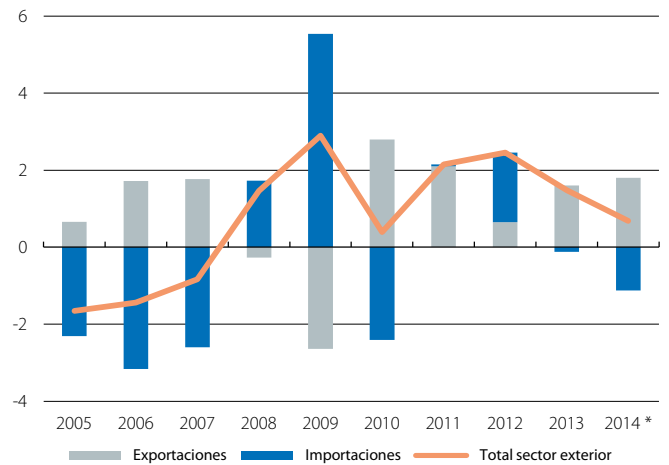
**La mejora de la demanda interna viene acompañada de un mayor avance de las importaciones**, una tendencia que se aprecia en los últimos datos de importaciones de bienes. En 2013 retrocedieron un 1,3% interanual, frente al avance del 5,2% registrado por las exportaciones. En cambio, en los dos primeros meses de 2014, las importaciones han crecido a un ritmo muy similar al de las exportaciones: 3,0% y 4,0%, respectivamente, en términos nominales. Dado que todo apunta a que la demanda interna irá cogiendo tracción a lo largo del año, también es de esperar que la contribución del sector exterior al crecimiento irá decayendo por el mayor dinamismo de las importaciones.

**Las exportaciones ganan fuerza en los primeros meses del año.** La menor contribución del sector exterior no debe eclipsar el buen comportamiento de las exportaciones en los primeros meses del año, que dejan atrás el estancamiento registrado en el último trimestre de 2013, cuando solo crecieron un 0,8%. Los motivos de esta aceleración son fundamentalmente dos: la sólida demanda europea, que sigue cobrando impulso a medida que avanza la recuperación de la eurozona, y el mayor dinamismo de la demanda de fuera de la eurozona, que pone fin a la caída sufrida en el 4T 2013. En este sentido, el nuevo avance de las expectativas de exportación del sector industrial de cara al 2T muestra un escenario favorable para el mantenimiento del pulso exportador en los próximos meses. A más largo plazo, para consolidar la tendencia ascendente de las exportaciones españolas sigue siendo imprescindible mantener el ritmo de ganancias de competitividad. Ello, de momento, ha sido fundamental para que el peso de las exportaciones haya pasado del 24% del PIB en 2009 al 34% en 2013. Otro dato que refleja la mayor internacionalización de la economía española es el aumento del número de empresas exportadoras, que ha pasado de ser alrededor de 100.000 durante los años previos a la crisis, a escalar hasta las 150.000 en 2013.

**La reactivación del mercado laboral se hace esperar.** Según la EPA, en el 1T se destruyeron 184.600 puestos de trabajo, un balance más negativo del que anticipaban los registros de afiliación a la Seguridad Social durante los primeros meses del año. La serie corregida por efectos estacionales tampoco aporta noticias positivas: el empleo se redujo un 0,1% intertrimestral en el 1T 2014, lo que desdibuja los buenos registros del trimestre anterior (+0,1% intertrimestral). De hecho, esta contracción habría sido incluso mayor sin la creación de empleo por parte del sector público (11.100 puestos de trabajo), la primera registrada desde 2011. De todas formas, dados los buenos datos de actividad, el freno en la recuperación de la ocupación que se ha producido en el 1T 2014 probablemente acabe siendo un fenó-

**Contribución al crecimiento del sector exterior**

(p. p.)

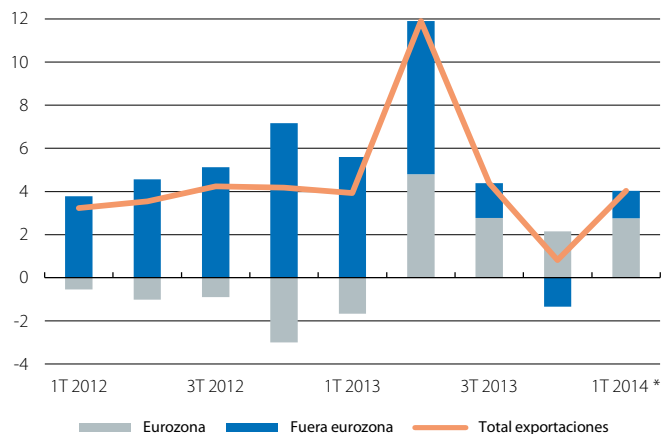


Nota: \* Previsiones de "la Caixa" Research.

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

**Crecimiento de las exportaciones por zona geográfica**

Contribución al crecimiento (p. p.) y variación interanual (%)

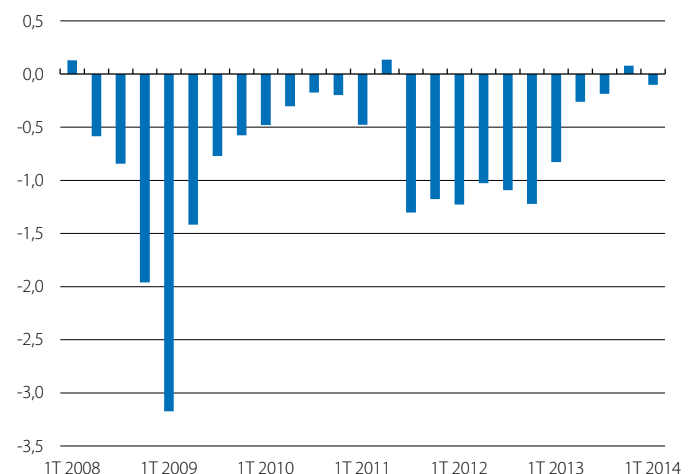


Nota: \* Suma de las exportaciones acumuladas en enero y febrero.

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

**Evolución del empleo**

Variación intertrimestral, datos desestacionalizados (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Encuesta de Población Activa (INE).

meno temporal. Con todo, la tasa de paro solo aumentó 2 décimas, hasta el 25,9%, debido a una nueva caída de la población activa (de 187.000 personas).

**La banca española afronta los test de resistencia con confianza.** Uno de los elementos clave en las pruebas de resistencia que este año el Banco Central Europeo llevará a cabo en las principales entidades de la eurozona es el cuadro macroeconómico bajo el que se analizará su capacidad de resistencia. El documento, que fue presentado durante el mes de abril, al final no deparó grandes sorpresas. En el caso español, el escenario más desfavorable bajo el que se analizará la evolución de la solvencia y la liquidez de los principales bancos del país contempla una prolongación de la recesión hasta 2016 y una tasa de paro que alcanza el 27,1% (3,9 puntos porcentuales más que en el escenario central). A pesar de la dureza de dicho escenario, el proceso de reestructuración y recapitalización que la banca española ha llevado a cabo en los últimos años permite afrontar estas nuevas pruebas con garantías.

**El Gobierno presenta el Programa de Estabilidad 2014-2017 con un mayor ajuste fiscal para este año.** Del nuevo programa destacan tres mensajes. En primer lugar, la mejora del contexto económico permite al ejecutivo revisar al alza el perfil de crecimiento del PIB. Este se encuentra ahora en línea con las previsiones de "la Caixa" Research para 2014 y 2015, y es ligeramente más optimista a largo plazo. Segundo, el Gobierno presenta una senda de ajuste fiscal más exigente para este año: reduce 3 décimas el déficit público previsto, hasta el 5,5% del PIB. Esta mayor corrección responde, en gran medida, a la mejora del ciclo económico. Así, el ajuste del déficit estructural (aquel que se observaría si la economía se encontrara a pleno rendimiento) se mantiene prácticamente inalterado, en 5 décimas concretamente. Por último, la mayor parte del ajuste fiscal vuelve a centrarse en las cuentas de la Administración central y las comunidades autónomas, con reducciones del déficit de 8 y 5 décimas en 2014, respectivamente. Lo contrario ocurre con las corporaciones locales, para las que se espera un superávit 4 décimas menor al del año pasado.

**Es imprescindible mantener el esfuerzo reformador.** La mejora de las perspectivas descrita en los párrafos anteriores se refleja también en la reducción de las presiones sobre la deuda pública española, cuyo rendimiento ha alcanzado ya niveles históricamente bajos. Sin embargo, para asegurar un buen ritmo de crecimiento y de generación de empleo a medio y a largo plazo sigue siendo imprescindible mantener una agenda de reformas estructurales ambiciosa. En este sentido, el Gobierno ha publicado el nuevo Programa Nacional de Reformas, que pivota sobre cinco grandes ejes: la reforma fiscal, la lucha contra el paro, el fomento de la competitividad, la modernización de las administraciones públicas y el restablecimiento de las condiciones de financiación. Un programa a todas luces continuista con la estrategia reformadora de los últimos ejercicios.

### Escenario adverso contemplado por la EBA

Variación anual salvo indicación expresa (%)

	2014	2015	2016
PIB	-0,3	-1,0	0,1
Inflación	0,3	0,4	0,8
Tasa de paro*	26,3	26,8	27,1
Precio de la vivienda (nominal)	-7,4	-3,0	0,9
Bonos Tesoro público a 10 años**	5,7	5,5	5,6
Swap a 12 meses**	1,4	1,4	1,4

Notas: \* En % de la población activa. \*\* Rentabilidad.

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

### Objetivos de déficit público del programa de estabilidad \*

Variación anual salvo indicación expresa (%)

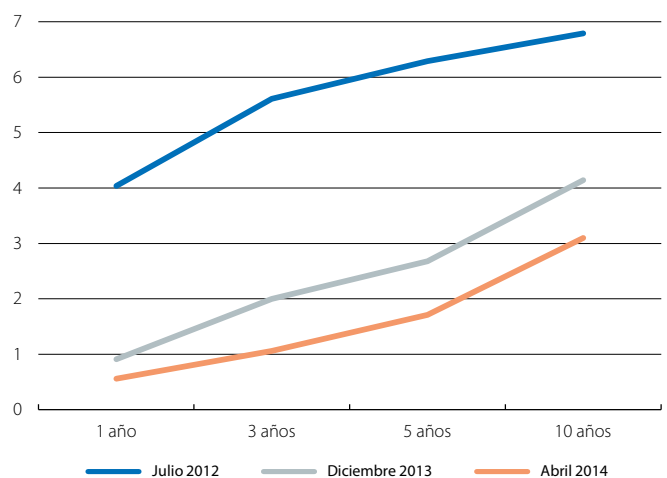
	2013	2014	2015	2016	2017
Administración central	-4,3	-3,5	-2,9	-2,2	-1,1
Seguridad Social	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	0
Comunidades autónomas	-1,5	-1,0	-0,7	-0,3	0
Corporaciones locales	0,4	0,0	0,0	0	0
<b>Total</b>	<b>-6,6</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,1</b>

Nota: \* No incluye los gastos derivados de las pérdidas al sector bancario, del 0,5% del PIB en 2013.

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

### Curva de tipos de interés de la deuda pública

Rentabilidad anual (%)



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

## FOCUS · La demanda de viviendas en España se estabiliza

Tras la importante corrección que ha experimentado el sector inmobiliario durante el último lustro, empiezan a llegar los primeros indicios de estabilización de la demanda de viviendas. Sin ir más lejos, los datos del pasado año publicados por el INE mostraron una caída de las transacciones inmobiliarias del 2,2% anual, frente al 11,5% de 2012. ¿Qué factores están impulsando este cambio de tendencia? Y, sobre todo, ¿qué recorrido tienen?

Un primer factor que cabe considerar es la recuperación de la demanda extranjera. Según el Ministerio de Fomento, las transacciones llevadas a cabo por extranjeros aumentaron en un 12,8% el pasado año y alcanzaron las 49.451 en total. Dado que la demanda nacional siguió disminuyendo, el peso de la demanda extranjera ha aumentado notablemente, pasando del 6% de 2009 al 16% en 2013.

El dinamismo de la demanda extranjera se ha producido en mayor medida en aquellas provincias con un parque importante de segundas residencias. El 88% de las adquisiciones de viviendas por parte de extranjeros en los últimos dos años se ha localizado en la costa mediterránea o en los archipiélagos canario y balear, lo que ha favorecido la reducción del exceso de oferta de una región que concentra más del 50% del stock total de viviendas nuevas por vender.

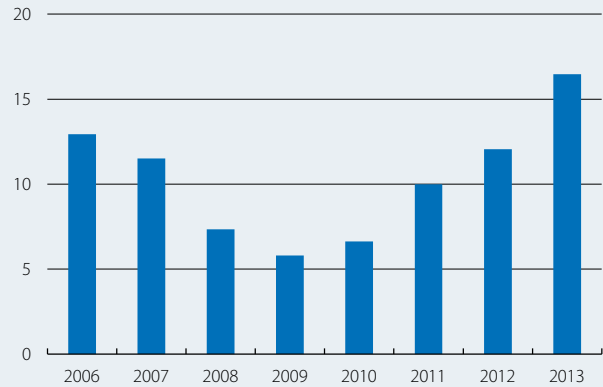
La importante entrada de demanda extranjera también está propiciando la desaceleración de la caída del precio de la vivienda. De esta forma, tanto las grandes ciudades, que presentan un exceso de oferta de viviendas menor, como las zonas costeras se encuentran en una fase más adelantada del ciclo inmobiliario. Así lo muestra el reloj inmobiliario, que sitúa ambas regiones en la fase de estabilización. Dicha fase se caracteriza por una tasa de crecimiento de las transacciones positiva y una caída del precio de la vivienda en desaceleración. El resto del territorio, en cambio, todavía se encuentra en una posición más rezagada del ciclo.<sup>1</sup>

A la buena evolución de la demanda extranjera, poco a poco se le va sumando la recuperación de la demanda nacional. El cambio de tendencia del mercado laboral y, sobre todo, las mejores perspectivas económicas, deberían permitir que este año las ventas ya se cierren con una tasa de crecimiento positiva. Así lo sugiere la evolución de las intenciones de compra de vivienda en los próximos 12 meses por parte de los consumidores españoles, que han tocado fondo e incluso parecen haber iniciado una senda tímidamente ascendente.

1. Para más información acerca del reloj inmobiliario, véase el Focus «El reloj inmobiliario: ¿hora de levantarse?» del Informe Mensual de octubre de 2013.

### Demanda extranjera de viviendas \*

Porcentaje del total de compraventas (%)



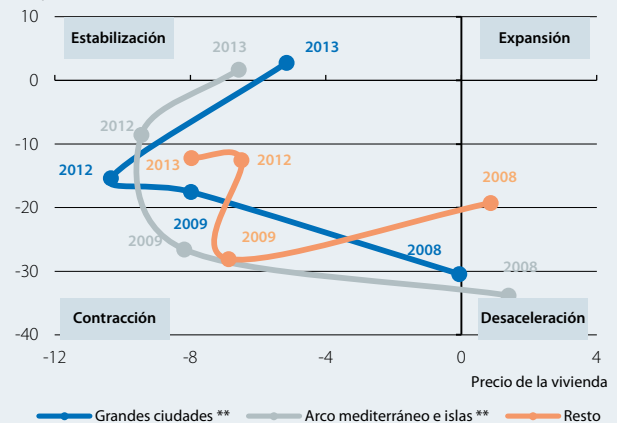
Nota: \* Incluye población extranjera residente y no residente.

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

### Reloj inmobiliario por zonas \*

Variación anual (%)

Compraventa de viviendas

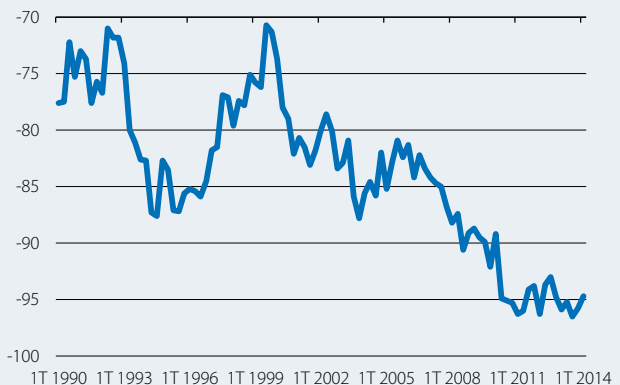


Notas: \* Los datos de 2010 y 2011 se excluyen por el efecto de los incentivos fiscales en el mercado inmobiliario. \*\* Los datos referentes a las ciudades de Barcelona y Valencia se incluyen dentro de grandes ciudades, mientras que el resto de compraventas de la provincia se contabiliza dentro del arco mediterráneo.

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

### Intención de compra de una vivienda los próximos 12 meses

(Índice)



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

## FOCUS · La lenta corrección de la deuda externa neta en España

De los distintos desequilibrios que acumuló la economía española durante los años previos a la crisis, el elevado endeudamiento externo es seguramente uno de los que más está costando corregir. Buena muestra de ello es la evolución reciente de la posición internacional neta (PIIN), esto es, la diferencia entre los activos que poseen los ciudadanos españoles en el extranjero y los activos españoles en manos de extranjeros. En este artículo se repasan brevemente los principales determinantes de su evolución y las perspectivas que presenta.

La PIIN descendió de forma muy pronunciada entre los años 2000 y 2009, pasando del -32,0% del PIB al -93,8%. Desde entonces, la tendencia negativa se ha frenado, pero a pesar de que la economía española ya presenta una capacidad de financiación positiva, la PIIN no ha empezado a mejorar. La intuición parece sencilla: si una economía, como la española, tiene un saldo positivo de la cuenta corriente, la capacidad de financiación o bien se utiliza para amortizar deuda con el exterior, o bien se utiliza para comprar activos en el exterior. En ambos casos, la PIIN mejoraría. Por tanto, parece paradójico que la PIIN siga deteriorándose.

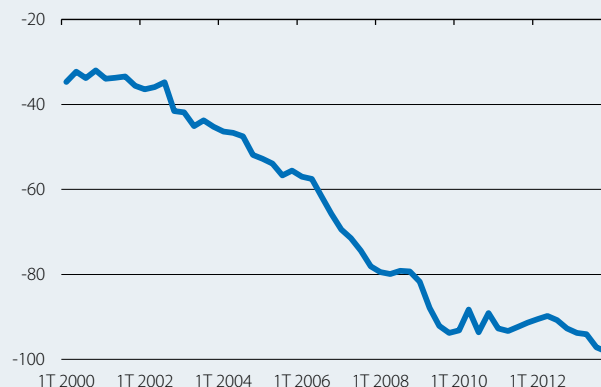
Sin embargo, la evolución de la PIIN a lo largo del tiempo no solo viene determinada por la capacidad o necesidad de financiación acumulativa de la economía; los cambios en el valor relativo de los activos y pasivos también tienen un papel muy importante, especialmente a corto plazo. En el segundo gráfico se muestra la contribución de cada factor a la variación de la PIIN durante los últimos años. Como se puede observar, en 2013 la capacidad de financiación que presentó la economía española, del 1,5% del PIB, ayudó a mejorar la PIIN. Sin embargo, ello no fue suficiente para compensar el efecto revalorización, que en 2013 fue negativo. Esto es, el aumento del precio de los activos españoles en manos de ciudadanos extranjeros fue superior al aumento del precio de los activos que poseen los ciudadanos españoles en el extranjero. Dicho efecto revalorización fue especialmente importante en los activos de renta variable. Sirva de ejemplo que en 2013 el Ibex 35 aumentó un 21,4%, mientras que el aumento promedio del Eurostoxx 50, el MSCI Emerging Markets y el S&P 500 se quedó en el 14,0%.<sup>1</sup>

De todas formas, cabe señalar que aunque el efecto revalorización puede ser importante en un año concreto, a largo plazo la evolución de la PIIN viene determinada principalmente por la capacidad de financiación de la economía. Por ejemplo, en los últimos siete años, esta

explica el 85% del cambio de la PIIN. En este sentido, asumiendo que a largo plazo el efecto revalorización no es importante, si la capacidad de financiación se mantiene en el 1,5% del PIB en el futuro, y el PIB nominal creciera al 4%, la PIIN en 2020 estaría cerca del -65%. Una reducción importante, pero que todavía mantiene la PIIN lejos del umbral máximo fijado por la Comisión Europea, el -35%. Por tanto, a pesar del importante empuje del sector exportador que se ha producido durante los últimos años, los esfuerzos para mejorar la posición internacional de la economía española deben continuar.

### Evolución de la posición inversora internacional neta

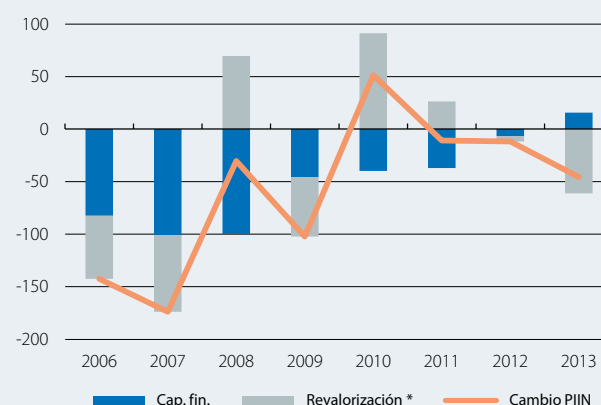
(% del PIB)



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

### Contribuciones a la variación de la PIIN

(Miles de millones de euros)



Nota: \* Revalorizaciones incluye otras variaciones en el volumen.

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

1. El Eurostoxx 50 aumentó un 17,9%, el MSCI Emerging Markets disminuyó un 5,3% y el S&P 500 aumentó un 29,6%.

## FOCUS · La rentabilidad de la educación en España

En una economía de mercado que funciona adecuadamente, la relación entre la retribución de los trabajadores y su nivel educativo es muy estrecha. Las personas con un nivel educativo más elevado suelen ser más productivas y, por tanto, perciben un salario mayor. En España, en 2010 los trabajadores que habían completado como mucho la enseñanza secundaria de primer ciclo percibieron, en promedio, una renta anual bruta de 16.757 euros, mientras que los ingresos de un individuo con estudios universitarios alcanzaban los 29.548 euros. Formarse, por tanto, en general suele tener una recompensa.

La prima salarial en España es, sin embargo, inferior a la de los principales países de la OCDE. En promedio, en los países de la OCDE el salario de un trabajador con estudios universitarios es el doble que el de un trabajador con estudios básicos, mientras que en España es un 75% superior. Son muchos los factores que influyen en la magnitud de la prima salarial, pero la oferta y demanda relativas para cada segmento educativo son clave.<sup>1</sup>

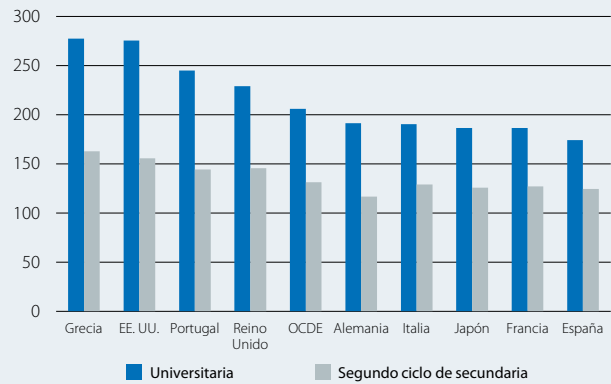
En este sentido, la oferta de población con estudios universitarios en España parece muy similar a la de los países de la OCDE. En el año 2000, la proporción de la población española entre 25 y 64 años que contaba con estudios universitarios era del 23%, 1 punto por encima de la media de la OCDE. En 2011, esta ratio se situaba en el 32%, tanto en España como en el promedio de la OCDE. Por tanto, a igual oferta, si en España la prima salarial para los universitarios es inferior, es probable que una parte se explique porque la demanda por este tipo de trabajadores sea menor. Otro elemento que puede ayudar a explicarlo es que el nivel educativo efectivo de los universitarios en España es inferior, como muestra la evaluación de las competencias de la población adulta de la OCDE de 2013.<sup>2</sup>

Es también destacable la distinta evolución de la prima salarial durante la última década entre los países de la OCDE y España. Para los trabajadores con estudios universitarios, en ambos casos se ha producido un aumento notable, pero este ha sido más pronunciado en los países de la OCDE que en España. Concretamente, en España ha aumentado 10 p. p., y en el resto de países de la OCDE lo ha hecho en 23 p. p. en promedio. La evolución de la prima salarial ha sido la opuesta para los trabajadores con estudios hasta el segundo ciclo de secundaria superior: en los países de la OCDE se ha producido un aumento, y en España se ha reducido. En este caso, sin embargo, la evolución de la oferta ha sido muy distinta. En España ha aumentado de forma notable, mientras que en la OCDE se ha mantenido constante. Para que la recompensa de la educación no sea cicatera, deberíamos parecer nos más a los alumnos aventajados de la OCDE.

1. Otros factores importantes son la regulación del salario mínimo y las instituciones que gobiernan las relaciones laborales.  
2. Véase «OECD Skills Outlook 2013. First Results from the Survey of Adult Skills».

### Ingresos relativos por nivel educativo (2011)

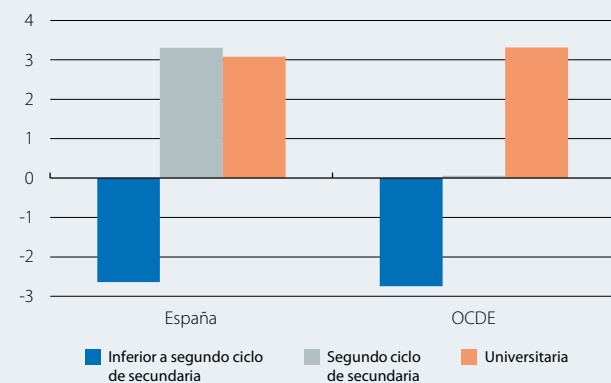
Estudios básicos (inferiores a segundo ciclo de secundaria) = 100



Nota: Portugal y España (2010); Francia (2009) y Japón (2007). 25-64 años. El nivel educativo universitario incluye también formación profesional de grado superior. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE, «Education at Glance 2013».

### Cambio en el nivel de educación de la población de 25 a 64 años

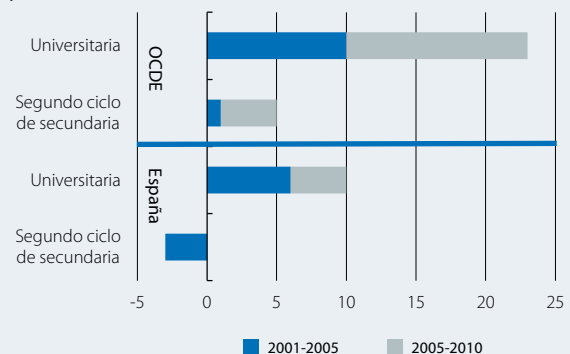
Variación anual promedio entre 2000 y 2011 (%)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE, «Education at Glance 2013».

### Cambio en la prima salarial respecto a los trabajadores con estudios inferiores a segundo ciclo de secundaria

(p. p.)



Nota: 25-64 años. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la OCDE, «Education at Glance 2013».

## PRINCIPALES INDICADORES

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

### Indicadores de actividad

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14	04/14
<b>Industria</b>									
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	-2,3	-2,4	0,1	-0,6	-0,2	-0,9	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	-2,5	-0,7	1,1	1,3	3,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-15,4	-12,8	-11,6	-9,5	-8,1	-9,6	-9,3
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	47,6	50,5	50,1	52,2	52,5	52,8	...
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva	-42,7	-22,8	-27,2	-24,0	-11,9	-20,3	-37,2	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,7	0,6	-9,7	-9,8	-23,2	-27,6	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros	2,0	5,7	5,3	4,9	10,8	12,3	11,2	0,7	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	46,5	49,3	51,8	54,9	53,7	54,0	...
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	-5,1	-1,8	0,4	0,8	-0,2	-0,9	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	2,5	8,3	22,6	7,6	17,8	10,0	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-28,7	-20,5	-19,4	-12,4	-14,7	-8,3	-7,8

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	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/13	02/13	03/13
<b>Afiliados a la Seguridad Social<sup>1</sup></b>								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-5,1	-3,9	-2,5	-1,8	-1,3	-0,8
Construcción	-17,0	-12,1	-13,8	-10,8	-7,9	-6,7	-5,6	-3,6
Servicios	-1,7	-2,0	-2,5	-2,1	-0,4	0,8	1,1	1,4
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	-4,4	-3,9	-1,8	-0,3	0,1	0,5
No asalariados	-1,4	-0,6	-1,1	-0,5	0,4	1,0	1,5	1,8
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>
<b>Población ocupada<sup>2</sup></b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-</b>	<b>-0,5</b>	<b>-</b>
<b>Contratos registrados<sup>3</sup></b>								
Indefinidos	29,7	-14,2	-29,0	-27,8	-2,1	-2,2	6,8	15,7
Temporales	-4,0	6,4	6,0	7,1	15,0	15,9	15,7	26,6
<b>TOTAL</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>13,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,8</b>	<b>25,5</b>
<b>Paro registrado<sup>3</sup></b>								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-6,1	-6,4	-8,0	-7,5	-10,7	-10,0
Resto de edades	11,7	3,7	5,2	2,3	-1,2	-2,9	-3,9	-4,2
<b>TOTAL</b>	<b>10,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-4,5</b>	<b>-4,8</b>

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	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14	04/14
<b>General</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,4</b>
Subyacente	1,6	1,5	1,9	1,3	0,3	0,2	0,1	0,0	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	4,3	6,0	0,7	0,9	1,2	0,0	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,1	-2,1	-1,1	0,0	-1,7	-1,4	...

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



## Sector exterior

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

	2012	2013	1T 2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14
<b>Comercio de bienes</b>								
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	3,9	11,9	4,4	0,8	3,1	4,9
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	-6,9	0,6	-0,6	2,0	-0,6	6,9
<b>Saldo corriente</b>	<b>-12,4</b>	<b>8,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>4,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	<b>6,9</b>
Bienes	-27,8	-11,6	-20,9	-14,5	-11,5	-11,6	-10,8	-11,1
Servicios	37,6	40,9	38,2	38,7	39,3	40,9	41,3	41,5
Rentas	-17,9	-15,3	-16,3	-15,0	-14,6	-15,3	-16,8	-17,2
Transferencias	-4,3	-6,0	-3,9	-5,2	-5,5	-6,0	-6,1	-6,3
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-5,8</b>	<b>15,8</b>	<b>4,5</b>	<b>12,1</b>	<b>15,6</b>	<b>15,8</b>	<b>15,5</b>	<b>14,1</b>

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	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-10,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,5</b>	<b>-7,1</b>	-	...	-
Estado <sup>1</sup>	-8,1	-4,9	-3,5	-4,0	-4,9	-0,6	-1,2	-0,9
Comunidades autónomas	-1,9	-1,5	-0,8	-1,0	-1,5	-0,1	-0,2	...
Corporaciones locales	0,2	0,4	0,2	0,5	0,4	-	...	-
Seguridad Social	-1,0	-1,2	0,8	-0,3	-1,2	0,2	0,2	...
<b>Deuda pública (% PIB)</b>	<b>86,0</b>	<b>93,9</b>	<b>92,2</b>	<b>93,3</b>	<b>93,9</b>	-	...	-

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	02/14	Saldo 02/14 <sup>1</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros<sup>2</sup></b>									
Sector privado	-4,0	-7,8	-7,5	-8,2	-8,1	-7,4	-6,1	-6,1	1.833,7
Empresas no financieras	-4,1	-9,8	-9,7	-10,5	-10,2	-8,7	-6,4	-6,5	1.055,9
Hogares <sup>3</sup>	-3,8	-4,9	-4,4	-4,8	-5,0	-5,5	-5,7	-5,5	777,8
Administraciones públicas <sup>4</sup>	14,9	17,0	18,8	18,5	17,5	13,1	10,8	8,0	987,9
<b>TOTAL</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>2.821,6</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>									
Total depósitos	-4,5	2,1	-0,1	1,8	4,7	2,2	1,3	-0,3	1.168,7
A la vista	0,2	4,2	0,9	3,2	4,6	8,1	11,0	5,9	279,2
De ahorro	-2,8	-0,1	-0,6	-1,1	-0,2	1,4	3,4	3,9	203,5
A plazo	-6,7	1,7	-0,9	1,6	5,7	0,2	-3,0	-3,8	666,5
En moneda extranjera	-4,0	16,8	20,5	22,7	24,1	-0,1	3,5	-2,0	19,5
Resto del pasivo <sup>5</sup>	-13,2	-16,8	-20,2	-19,2	-15,3	-12,7	-11,4	-8,4	132,2
<b>TOTAL</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>1.300,9</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>10,4</b>	<b>13,6</b>	<b>10,5</b>	<b>11,6</b>	<b>12,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,5</b>	<b>13,4</b>	-
<b>Tasa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>73,8</b>	<b>58,0</b>	<b>70,4</b>	<b>65,8</b>	<b>63,8</b>	<b>58,0</b>	<b>58,0</b>	<b>58,1</b>	-

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.

## EL TURISMO, SECTOR DE FUTURO

**China y Rusia: los nuevos emergentes en emisión de turismo**

El sector turístico global ha resistido el embate de la crisis de manera estoica y seguirá deparando buenos resultados: la Organización Mundial del Turismo (OMT) prevé para 2014 una aceleración tanto del número de turistas internacionales como del gasto que realizarán. Sin duda son noticias alentadoras para un país como España, donde el turismo es el primer sector económico y emplea a cerca del 12% del total de trabajadores y, hoy en día, se sitúa en los primeros puestos mundiales como destino turístico. Sin embargo, mantener ese liderazgo exige entender y adaptarse a los nuevos mercados emisores de turistas internacionales. En especial, los de China y Rusia, que en pocos años se han situado a la cabeza del turismo emisor y cuyo potencial de crecimiento no tiene parangón.

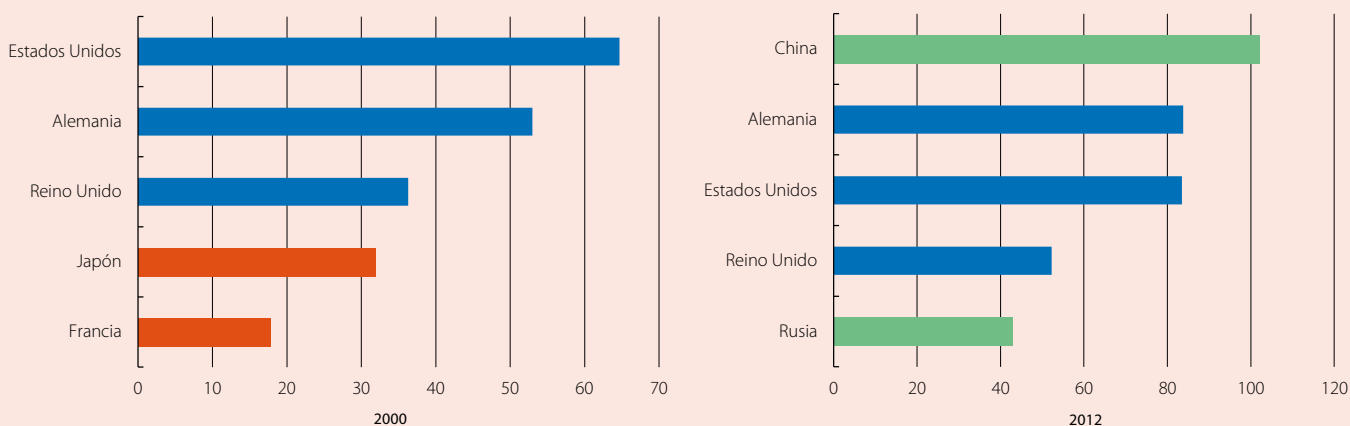
A nivel mundial, el número de turistas internacionales superó la cota de los 1.000 millones en 2012,<sup>1</sup> frente a los poco más de 500 de mediados de los noventa y los apenas 25 millones de la década de los cincuenta. En este entorno de extraordinario crecimiento, y como ha ocurrido en numerosos ámbitos económicos, los países emergentes han ido ganando terreno a las más establecidas economías avanzadas. Así, mientras el número de turistas a nivel global se multiplicó por 1,6 entre 2000 y 2013, en Rusia se multiplicó por 2,3 (pasando de menos de 20 millones a más de 40), y en China la emisión de turistas se multiplicó por 10 (de apenas 10 millones a casi 100). En la misma línea, China se convirtió en 2012 en la primera potencia en cuanto a gasto turístico (102.000 millones de dólares), arrebatando el liderazgo a Alemania y a EE. UU., que habían encabezado la lista durante años. Por su parte, Rusia, que ni siquiera aparecía en el top 15 en términos de gasto turístico en 2000, ocupó la quinta posición en 2012 y no hay duda de que subirá puestos en el *ranking* de 2013 ante un crecimiento estimado del 26% en dicho gasto. Brasil también ha destacado por su progreso en cuanto a emisión de turistas y gasto turístico y, a pesar de que todavía no se sitúa entre los diez primeros países emisores (en gasto turístico), saltó de la posición 29 a la 12 en un solo año (2012), todo un récord. El único de los archiconocidos «BRIC» que se desmarca de esta tendencia es la India, donde unos niveles de renta todavía muy bajos (1.504 \$ PIB per cápita frente a los 4.180 \$ de China, 11.310 \$ de Brasil o 14.818 \$ de Rusia) limitan el número de turistas internacionales entre sus habitantes.

Como no podría ser de otra manera, el caso de China destaca por su magnitud. Cuatro elementos claves explican el formidable aumento tanto del número de turistas internacionales como del gasto turístico: (i) unas tasas de crecimiento económico excepcionales durante los últimos 30 años, del 10% anual en promedio, que han incrementado significativamente la renta per cápita de los chinos; (ii) una liberalización paulatina de las políticas gubernamentales sobre los viajes de sus ciudadanos junto con una simplificación en la obtención de visados en numerosos países; (iii) un mayor número de vuelos directos desde China a varios destinos turísticos; y, cómo no, (iv) una demografía de más de 1.300 millones de habitantes.

En este sentido, la importancia de China como mercado emisor marca y marcará el centro de gravedad de los servicios turísticos, cada vez más cerca de Asia que de Europa. Y es que el turista chino, como el turista más clásico, prefiere destinos relativamente

**Top 5 de países emisores de turismo, en nivel de gasto**

(Miles de millones de dólares)



**Nota:** Los países que salen del top-5 entre 2000 y 2012 están marcados en rojo; los países que entran en el top-5 entre 2000 y 2012 están marcados en verde.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Turismo.

1. En 2013, según la primera estimación de la OMT, el número total de turistas internacionales se sitúa en los 1.087 millones.

cercanos a su país de origen. Así pues, no es de extrañar que entre las ciudades más visitadas por turistas internacionales en 2013 las tres primeras sean asiáticas: Hong Kong, Singapur y Bangkok, mientras que el cuarto lugar lo ocupa Londres, que apenas seis años antes se situaba a la cabeza de este *ranking*.<sup>2</sup> Con todo, y aun reconociendo la relevancia presente y futura del gigante asiático como mercado emisor, cabe destacar un matiz en los datos sobre el turismo internacional chino: en torno al 70% de las salidas tienen como destino final las Regiones Administrativas Especiales de Hong Kong y Macao. Destinos que, aunque considerados internacionales desde el punto de vista estadístico, tienen un sabor muy nacional para el ciudadano chino. Del resto de viajes internacionales, un 90% se dirige a países vecinos, como Japón, Tailandia, Vietnam, Corea del Sur, Taiwán o Singapur, mientras que Europa apenas logra captar a tres millones de los viajeros chinos (un 3% del total) y España no llega ni a los 200.000, una cifra muy pequeña a pesar del fuerte aumento de los últimos años.

Por el contrario, Europa sí se ha beneficiado del aumento en el turismo de procedencia rusa. Los destinos preferidos por la mayoría de turistas rusos se ubican en los países fronterizos (Finlandia, Kazajistán o la actualmente convulsa Ucrania), pero otros polos de atracción como Francia y España han sido escogidos por las clases más acomodadas del país. En varios destinos turísticos europeos como Italia, Países Bajos o Grecia, el aumento de turistas rusos durante estos años de crisis ha sido capaz de compensar el debilitamiento en el número de viajeros procedentes de otros mercados más establecidos.

Finalmente, si bien es cierto que los emergentes explican el fuerte aumento en el gasto turístico global, no hay que olvidar que los países emisores más tradicionales (los avanzados) también crecieron y siguen representando la mayor parte del gasto turístico internacional. Este es un apunte que no se debe olvidar cuando se planteen políticas turísticas. Así, en 2012, ocho de los diez primeros países en el top emisor en cuanto a gasto turístico eran economías avanzadas y acaparaban el 35% de la cuota de mercado emisor, frente al 13,5% de China y Rusia.

Con todo, es cierto que China y Rusia seguirán avanzando a pasos de gigante y serán fuerzas determinantes sobre el crecimiento futuro en el número de turistas internacionales a nivel mundial. A modo tentativo, y partiendo de un reciente estudio de McKinsey sobre la evolución de la clase media-alta china, podemos estimar que, en una década, los cerca de 100 millones de turistas internacionales chinos de 2013 se habrán convertido en 380.<sup>3</sup> Los individuos de este grupo, que tendrán cubiertas ampliamente sus necesidades básicas, podrán permitirse viajes al extranjero y propiciarán el incremento previsto del turismo chino, que explicará dos terceras partes del aumento que la OMT estima que tendrá lugar en los próximos diez años en el número total de turistas internacionales. De cumplirse estas previsiones, en diez años el 25% de los turistas internacionales será de origen chino.

Ante esta clara «asiatización» del turismo, parece obligado no solamente intensificar la frecuencia de vuelos directos, agilizar la todavía compleja gestión de visados (en especial, en algunos países europeos como España) y rediseñar la acogida de los turistas para que incluya ciertos servicios propios de las costumbres chinas, sino también conocer el perfil del nuevo visitante chino. La dificultad en este último punto reside en el hecho de que seguramente el turista chino del mañana poco tiene que ver con el de hoy. En la actualidad, la mayoría de salidas al extranjero, más allá de Hong Kong o Macao, todavía se efectúan a través de viajes organizados en grupo, donde las fórmulas para Europa del tipo «10 países en 12 días» siguen siendo las más demandadas, e ir de compras, una actividad imprescindible para este segmento de turistas. Sin embargo, además de este tipo de modelos, que a buen seguro continuarán teniendo su público, otro tipo de productos se convertirán en imprescindibles para captar la atención de la nueva generación de turistas que se avecina, los turistas de la Generación-2 (G2), usando la terminología de McKinsey. Esta generación G2 se define, además de por haber nacido después de 1985, por haber crecido en un entorno de relativa abundancia, haber influido profundamente en las decisiones de compra de sus propias familias (pues un número importante son hijos únicos) y estar totalmente conectados a las nuevas tecnologías. Así, esta nueva generación de consumidores y viajeros en potencia parece que preferirá visitar menos países en un solo viaje, seleccionar productos más personalizados y obtener abundante información sobre posibles destinos a través de los medios digitales y las redes sociales.

En definitiva, en los últimos años, el aumento de viajeros chinos y rusos ha sido clave en el crecimiento del número total de turistas internacionales. Este fenómeno, lejos de detenerse, tiene visos de seguir creciendo, por lo que será crítico entender al «nuevo turista» y adaptarse a sus necesidades para seguir atrayéndolo. Todo ello, eso sí, sin perder de vista el resto de mercados emisores, aquellos que ahora parecen bien consolidados en nuestro país, dado que seguirán conformando el grueso de nuestros turistas y, por tanto, deberemos seguir mimándolos para no perderlos ante un sector internacional que luchará por adaptarse a los nuevos tiempos y a los «nuevos turistas».

Clàudia Canals

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

2. Según Euromonitor.

3. McKinsey (2013), «Mapping China's middle class». En este estudio se estima que en una década los hogares pertenecientes a la clase media-alta pasarán de los 36 millones actuales a los 193.

## Recetas de éxito en el sector turístico: vías diferentes para un destino común

El sector turístico está llamado a ser un importante vehículo de crecimiento económico y de generación de empleo a nivel mundial a largo plazo. Pocos sectores pueden esperar crecer más de un 60% en algo más de una década: se prevé que el número de turistas internacionales aumente de los 1.087 millones de 2013 hasta los 1.800 millones en 2030.<sup>1</sup> Y no cabe argüir que el motivo del avance es el pequeño tamaño del sector, ya que el turismo interior e internacional generaba, en 2012, el 9% del PIB en la OCDE. Vistas estas favorables perspectivas, ¿pueden los países turísticos europeos construir alguna estrategia para que el tren del futuro no pase de largo? Porque hay que recordar que, a pesar de que Europa copaba en 2012 el 52% de las llegadas de turistas internacionales en el mundo, la aparición de nuevos destinos turísticos representa una competencia cada vez más apremiante. Un claro reflejo de ello es que el incremento del número de turistas extranjeros en la Unión Europea entre 2005 y 2012 fue del 1,7% en promedio anual, frente al 5,0% registrado en el resto del mundo.

Habitualmente, las estrategias que persiguen reforzar la importancia del turismo en una economía pivotan sobre tres ejes: (i) captar un mayor número de turistas; (ii) aumentar su gasto medio, y (iii) ampliar el impacto del sector turístico sobre el resto de las actividades económicas del país. Siendo este el planteamiento general, el acento que un país ponga en cada uno de estos factores puede variar notablemente. Así, típicamente, economías con un sector turístico más maduro tenderán a centrarse más en los dos últimos aspectos.

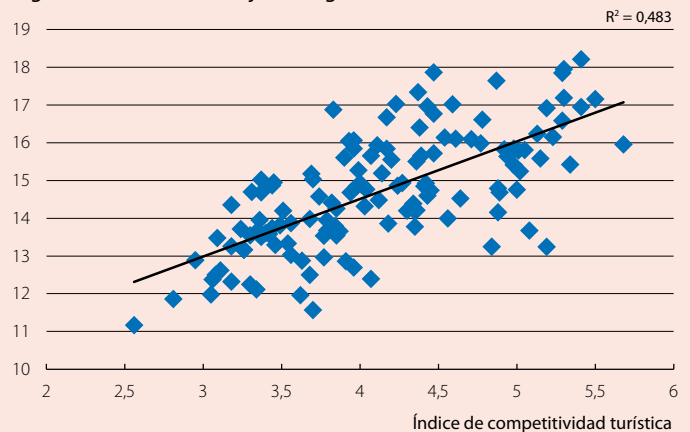
A pesar de estos matices, la atracción de un mayor número de turistas seguirá siendo una cuestión determinante en el futuro, especialmente dado el fuerte crecimiento del volumen total de turistas previsto. Aunque existen otros factores, no hay duda de que uno de los elementos importantes en la captación de turistas es la propia competitividad del sector. Como se observa en el gráfico, esta guarda una estrecha relación con el flujo de entrada de visitantes extranjeros.<sup>2</sup> De hecho, aquellos países con una mejora más pronunciada de la competitividad en los últimos años fueron también los que aumentaron en mayor proporción el número de turistas. No obstante, el elenco de acciones a través de las cuales un país puede mejorar su competitividad turística es muy amplio, ya que abarca ámbitos tan diversos como las infraestructuras, la regulación, el transporte, la promoción de actividades culturales o la conservación del medioambiente. ¿Cuál es el *mix* adecuado?

Veamos el caso de Nueva Zelanda, uno de los países que ha mostrado una mayor progresión durante los últimos años en materia de competitividad turística. El análisis de los subcomponentes del índice de competitividad muestra que, además de un entorno natural privilegiado, el atractivo turístico del país se ha beneficiado de una regulación adecuada, que ha permitido un importante desarrollo de la infraestructura turística. Siendo esta una primera lección por retener, no es la única: la mejora de la competitividad del sector turístico neozelandés es fruto de una estrategia fijada tiempo atrás como respuesta a un *shock* negativo que tuvo consecuencias inesperadas. La pérdida de los privilegios comerciales con el Reino Unido motivó, en los años ochenta, un importante giro en la política exterior del país. La necesidad de conseguir nuevos socios comerciales llevó a los productores neozelandeses, en coordinación con el sector público, a desarrollar una marca que relacionaba la calidad de los productos con uno de los principales rasgos diferenciadores del país: el rico entorno natural en el que se elaboraban.

Pero más allá de beneficiar a las exportaciones de bienes, esta campaña también logró situar a Nueva Zelanda dentro del panorama turístico internacional. De esta forma, el mayor exportador ovino del mundo se convirtió, gradualmente y en un entorno natural único, en la capital del deporte de aventura, una modalidad de turismo en auge durante los años noventa. La explotación

### Relación entre competitividad turística y llegada de turistas extranjeros

Llegada de turistas extranjeros (log)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Mundial y el World Economic Forum.

1. Véase UNWTO «Tourism Highlights», 2013.

2. Para medir la competitividad turística de un país utilizamos el índice elaborado por el World Economic Forum. Este índice se construye a partir de 14 subcomponentes que engloban aspectos clave de la competitividad turística de un país. Para más información véase «World Economic Forum: The travel and tourism competitiveness index 2013».

de esta estrategia turística, junto con el impacto mediático que supuso el rodaje de la trilogía de *El Señor de los Anillos*, mantuvo el impulso del sector turístico a inicios del siglo XXI. Un hecho que se ve reflejado en el intenso aumento de la llegada de turistas extranjeros entre 1998 y 2004, del 57,6%, frente al 23,3% registrado en el conjunto mundial.

Actualmente, el turismo genera cerca del 9% del PIB en Nueva Zelanda (si contabilizamos también el impacto indirecto sobre la economía), una cifra que denota la madurez alcanzada por el sector. A pesar de ello, el país no ha escatimado esfuerzos, en ámbitos muy diversos, para mantener el dinamismo del sector turístico. Destacan, en primer lugar, las medidas adoptadas para preservar su patrimonio natural. Un claro ejemplo es la creación de una credencial de calidad (*Qualmark*) para reconocer aquellas empresas turísticas respetuosas con el medioambiente. En segundo lugar, el sector público y el privado han seguido apoyando la fórmula de turismo deportivo en plena naturaleza, con la creación de una red de rutas ciclistas que se extiende por gran parte del país. Todo ello, sin embargo, sin dejar de lado el impulso de nuevas formas de turismo, con el estímulo de actividades que sumergen al visitante con la cultura maorí, lo que permite extender los efectos del sector hacia nuevas regiones. Por último, también se han adoptado medidas para facilitar la entrada de turistas extranjeros al país, como por ejemplo agilizar la tramitación de visados y reducir los tiempos de espera en los aeropuertos a la hora de verificar la documentación.

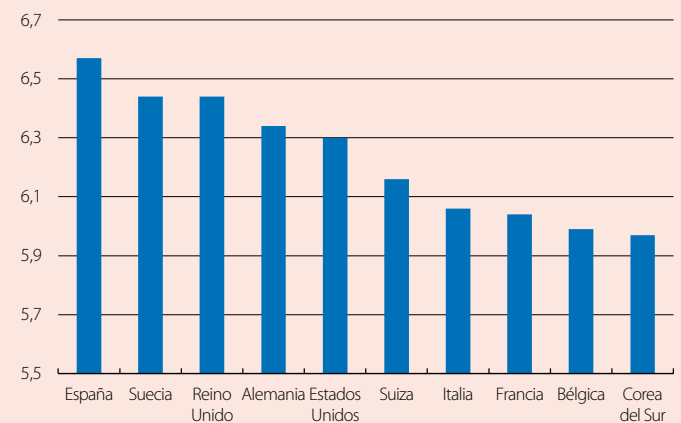
El caso de Nueva Zelanda, por tanto, muestra la importancia de apostar por un modelo de negocio turístico que explote las ventajas competitivas de una región, adaptándolas a las preferencias de la demanda a largo plazo. ¿Existe en Europa algún segmento del mercado que tenga potencial para combinar ambas dimensiones, la de la competitividad y la de la demanda esperada? Un candidato firme es el del turismo cultural. Esta modalidad permite aprovechar los activos culturales tangibles e intangibles de una región (que pueden ser de naturaleza muy diversa, como la arquitectura, la gastronomía, la danza, la artesanía, los eventos musicales y deportivos o los monumentos históricos) para diferenciarla del resto de destinos turísticos. Y Europa, en este ámbito, se está mostrando notablemente hábil para explotar sus ventajas competitivas relativas. Habitualmente se reconoce el elevado atractivo cultural de los países europeos (que acaparan los primeros lugares entre los países con mayores recursos culturales). Pero además, y como se observa en el segundo gráfico, los países europeos copan el *ranking* de competitividad turística en el segmento cultural. Aun así, en el ámbito de la competitividad todavía queda por hacer: aunque la situación de partida sea positiva, la lección neozelandesa sobre la importancia de mejorar el entorno regulatorio no debería dejarse en terreno baldío.

El segundo de los elementos mencionados, el de la demanda a largo plazo, también es prometedor. La evolución de la demanda turística, con viajeros de edad cada vez más avanzada y con mayores conocimientos culturales, muestra una preferencia creciente hacia este tipo de turismo. Un claro ejemplo de este dinamismo de la demanda del turismo cultural se refleja en el número de visitantes anuales a los tres principales museos del mundo (el Museo del Louvre en París, el Museo Británico en Londres y el Museo Metropolitano de Arte de Nueva York). En 2013, estos tres museos recibieron 22,3 millones de visitantes, de los cuales aproximadamente 13 millones eran extranjeros, una cifra que supera el número de turistas recibidos en los Países Bajos o en Suiza.

Estas cifras recuerdan que el segmento cultural satisface de forma especialmente acertada el primero de los ejes que suelen integrar las estrategias de promoción del turismo antes mencionadas, la del aumento del número de turistas. Pero también se muestra como una apuesta poderosa si se tiene en cuenta que el turista cultural suele presentar un gasto promedio notablemente superior al turista del resto de actividades y tiene tendencia a mostrar capacidad de arrastre hacia otros ámbitos económicos. Así lo demuestra la propensión del sector a hibridarse con otros segmentos y, de esa forma, extender los beneficios procedentes del turismo hacia nuevas zonas geográficas que, hasta el momento, no aprovechaban el crecimiento del sector. Por citar un único ejemplo, este es el caso de la combinación de turismo-gastronomía-viticultura, de creciente desarrollo en importantes destinos turísticos como Francia, España, Italia y Portugal. Y quizás esa sea la receta europea para acabar de aprovechar el futuro crecimiento turístico: combinar de forma creativa innovación y tradición.

### Principales países con una mayor competitividad en el ámbito cultural en 2013

(Índice)



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

Joan Daniel Pina y Àlex Ruiz

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

## Anatomía del turismo en España

No es ninguna novedad que el turismo es uno de los pilares de la economía española, además de uno de los motores de su incipiente recuperación. Su peso sobre el PIB representó el 10,9% en 2012, año en que se observa un punto de inflexión tras la caída continuada de entradas de turistas extranjeros a raíz de la crisis de 2008. De la misma manera, los ocupados directa o indirectamente relacionados con el turismo constituyeron también en 2012 un 11,9% del total. Además, España es un protagonista clave en la escena del turismo internacional. Según el último informe de la Organización Mundial del Turismo, en 2012 fue el tercer país en cuanto a entradas de turistas extranjeros (por detrás de Francia, Estados Unidos y empatado con China) y el segundo en cuanto a ingresos (por detrás de Estados Unidos). Teniendo en cuenta la innegable importancia y proyección del sector, el objetivo de este artículo es analizar la expansión reciente de turistas extranjeros e investigar si el nuevo turista es distinto y mejor para el país en términos económicos.

En las últimas décadas, la entrada de turistas extranjeros ha crecido de forma prácticamente ininterrumpida. Solo entre los años de la gran crisis, entre 2008 y 2010, se produjo un descenso significativo de las visitas. Desde entonces, el ritmo de crecimiento ha recobrado brío y ha vuelto a asemejarse al de los años anteriores a la crisis: concretamente, entre 2011 y 2013, la entrada de turistas extranjeros creció a un ritmo anual promedio del 4,0%, un registro muy cercano al 4,3% que se anotó entre los años 2005 y 2007.

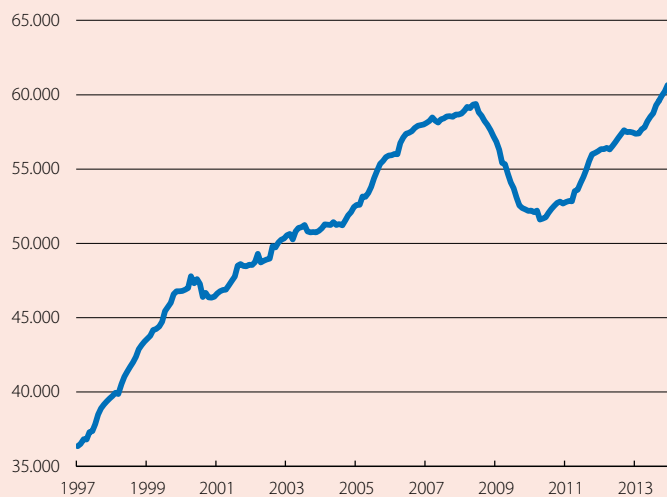
Sin embargo, aunque a primera vista puedan parecer patrones de comportamiento similares, se percibe un leve cambio en cuanto al origen y a los hábitos de los nuevos turistas extranjeros. El turista que visita España a día de hoy sigue siendo mayoritariamente europeo y continúan siendo el Reino Unido, Alemania, y los vecinos Francia e Italia los países que más turistas aportan, ligeramente por encima del

50% del total. De todas formas, el turista no europeo poco a poco está ganando peso y, ahora, ya supone un nada despreciable 9% del total de turistas, 3 p. p. más que en 2007. Mención señalada y aparte merece el papel que han desempeñado los turistas rusos. A pesar de representar solamente el 2% del total de turistas, su incremento entre 2011 y 2013 ha sido substancial, aportando un apreciable 16,0% del aumento total de entradas de turistas en este periodo. Dicho de otra forma, de cada 100 turistas extranjeros adicionales que, entre 2011 y 2013, visitaron España, 16 eran rusos. Dada la preponderancia que está ganando esta nacionalidad entre los nuevos turistas, se comprenden las inquietudes ante la posibilidad de que el conflicto político en Ucrania se agudice y de que Rusia sufra sanciones por parte de la comunidad internacional.

De la misma manera que la afluencia de turistas está aumentando, también se está elevando su gasto medio diario. Mientras que este fue de 91 euros en promedio entre los años 2005 y 2007, en el periodo comprendido entre 2011 y 2013 aumentó hasta los 106 euros. En parte, este incremento se debe al mayor peso de los turistas no europeos, cuyo gasto ha crecido más que el de los del Viejo Continente durante este espacio de tiempo. Otro síntoma del mayor poder adquisitivo de los nuevos turistas es el incremento de la proporción de turistas que se alojan en hoteles, cuyo gasto suele ser mayor. Concretamente, estos han pasado del 63% del total en promedio entre los años 2005 y 2007, al 65% actual. También destaca la buena evolución del turismo cultural, que ha pasado del 51,3% de 2010 al 53,9% en 2012. Como se argumenta en el artículo del presente Dossier «Recetas de éxito en el sector turístico: vías diferentes para un destino común», esta categoría de turismo suele ser más rentable y presenta un elevado crecimiento potencial.

### Entrada de turistas extranjeros

Acumulado 12 meses (miles)



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

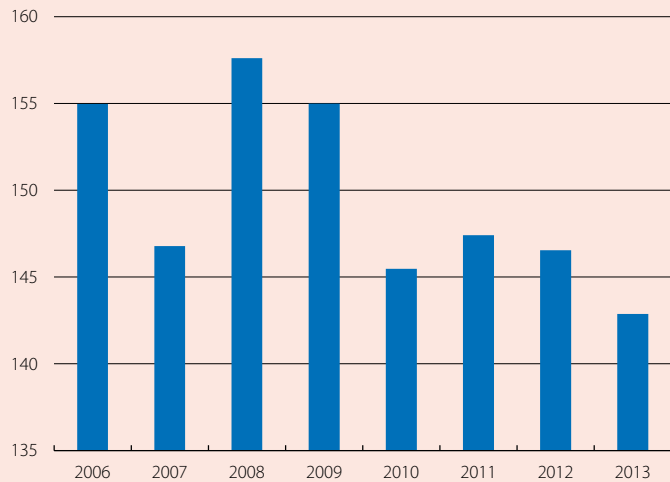
Finalmente, conviene analizar también la evolución del turismo interno. El gasto en turismo por parte de los españoles también se resintió, por motivos evidentes, a raíz de la recesión económica. El número de viajes, tanto dentro como fuera de España, entre los años 2011 y 2013 fue un 3,6% inferior al del periodo 2005-2007, pero la caída de los viajes internos se mostró significativamente superior, del 4,8%. La crisis afectó especialmente a las familias con menos recursos, aquellas que solían ir de vacaciones a destinos situados dentro del territorio español. En este sentido, destaca el hecho de que el tipo de alojamiento que cobró más peso fueran la vivienda propia y la de familiares, frente a una disminución del alquiler de viviendas y de las estancias en cámpines y caravanas.

No obstante, en los últimos meses, el turismo nacional ha empezado a mostrar atisbos de una incipiente recuperación: en el 4T 2013 ya se pudo observar un aumento de los viajes del 5,5% interanual, una tendencia alcista que se ha mantenido en el 1T 2014, con un avance del 2,9%. Se trata de una cifra especialmente positiva si tenemos en cuenta que este año la Semana Santa se celebró en abril.

Secundando esta trayectoria de ascenso, las proyecciones más recientes de la Organización Mundial del Turismo apuntan a que entre 2010 y 2020 la entrada de turistas extranjeros a los países del Mediterráneo crecerá a una tasa del 2,6% anual. Por tanto, si España consigue mantener la cuota de mercado dentro de los países de la región, en 2020 podría recibir la visita de 72 millones de turistas extranjeros, 12 millones más que en 2013. Además, como se ha visto, el nuevo turista, con su mayor poder adquisitivo y sus gustos más sofisticados, se revela más beneficioso para el país desde el punto de vista económico. El futuro del sector es prometedor y, dado el actual contexto para el conjunto de la economía, una oportunidad como esta no se debería dejar escapar.

### Turismo nacional

Número de viajes internos (millones)



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

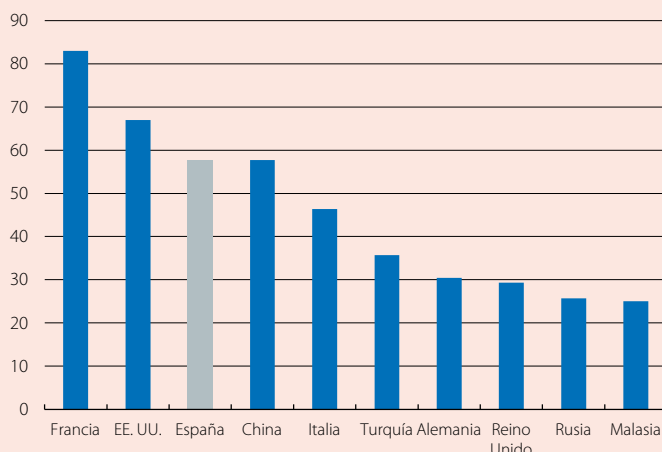
Departamento de Economía Europea  
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"

## Impacto económico del sector turístico en España

En 2012, España consolidó su tercera posición en el *ranking* mundial del turismo en términos de visitantes extranjeros, y la segunda en ingresos. Parece evidente, pues, que el peso del turismo en el conjunto de la economía debe ser considerable, y así lo confirma un análisis pormenorizado de los datos del sector. Sin embargo, su actividad presenta una elevada estacionalidad, lo que conlleva una importante infrutilización de los recursos disponibles a lo largo del año. Veamos los detalles.

### Ranking de visitantes extranjeros

(Millones)

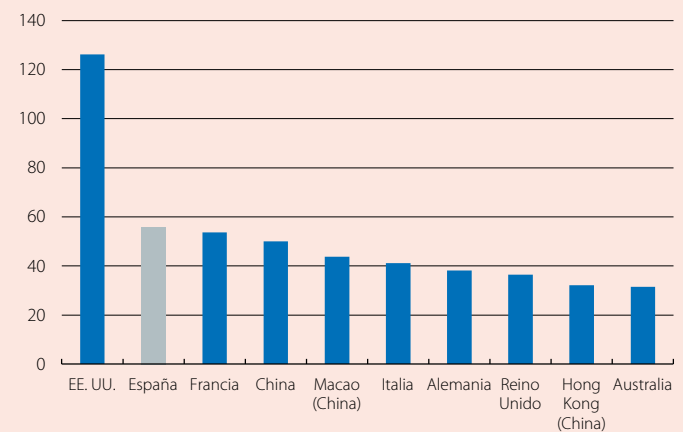


**Nota:** 10 países con más llegadas de visitantes extranjeros.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Turismo (UNWTO).

### Ranking de ingresos por el turismo

(Miles de millones)



**Nota:** 10 países con más ingresos por turismo.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de la Organización Mundial del Turismo (UNWTO).

Para valorar el papel global del sector turístico sobre la actividad económica y el empleo se deben tener en cuenta tanto los efectos directos o inmediatos como los indirectos o multiplicadores. Los primeros se generan en las unidades de producción o en las empresas que suministran los bienes y servicios adquiridos directamente por los turistas. Los segundos incorporan los efectos en cadena que se producen sobre el resto del sistema económico cuando la industria turística demanda insumos y factores de producción para poder desarrollar su actividad. Esta capacidad de una actividad, en este caso el turismo, de provocar el desarrollo del resto de sectores económicos al utilizar insumos intermedios producidos por dichos sectores se denomina «eslabonamiento total hacia atrás» o «efecto difusión». Según la tabla *input-output* simétrica del INE (2005), el índice de eslabonamiento total hacia atrás para el sector turístico es del 1,68, una cifra notable.<sup>1</sup> De esta forma, si el sector turístico se expandiera en una unidad, el aumento final de la producción del conjunto de la economía alcanzaría 1,68 unidades (el efecto indirecto sería de 0,68). Más concretamente, según esta metodología, la aportación directa del sector turístico al PIB fue del 6,5% en 2012 y, gracias al efecto multiplicador, la aportación total alcanzó el 10,9%.

Por otro lado, la evolución de la actividad turística tiene un importante impacto en el mercado laboral, ya que se trata de un sector intensivo en mano de obra. Según los datos de la Cuenta Satélite del Turismo del INE, en el año 2012 el empleo de las ramas turísticas superó los 2,1 millones de personas, lo que representó el 11,9% del empleo total. De nuevo, no todo el empleo se generó directamente en los sectores turísticos propiamente dichos, sino que parte de este se creó de forma indirecta en otros sectores. Por ejemplo, según la tabla *input-output*, si el PIB en turismo se incrementara un 1%, se generarían unos 2.200 nuevos puestos de trabajo en el sector comercial y unos 10.400 en el sector de la hostelería (alojamiento y restauración). Asimismo, también se crearía empleo en otros sectores menos relacionados con el turismo (800 en la rama de la agricultura y 680 en la construcción). Como referencia, nótese que históricamente un aumento del PIB del sector turístico del 1% suele ir relacionado con un incremento de aproximadamente un 3% de las pernoctaciones, las cuales en 2013 aumentaron un 2%.

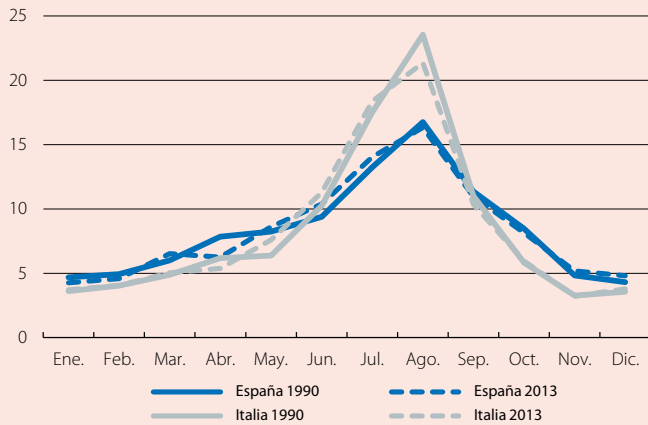
El turismo, por tanto, influye enormemente en la actividad económica y en el empleo. Sin embargo, el elevado peso del llamado turismo de sol y playa conlleva que tenga un marcado patrón estacional a lo largo del año lo que, a su vez, conlleva que se produzca una importante infrutilización de las infraestructuras turísticas. Con todo, otros países con una oferta turística similar,

1. Para el cálculo se reparte el turismo entre distintos sectores siguiendo la estructura de la demanda turística de la Cuenta Satélite del Turismo de España (véase Balance del Turismo 2012 del Instituto de Estudios Turísticos) y adaptándola a la estructura de los sectores de la tabla *input-output*.



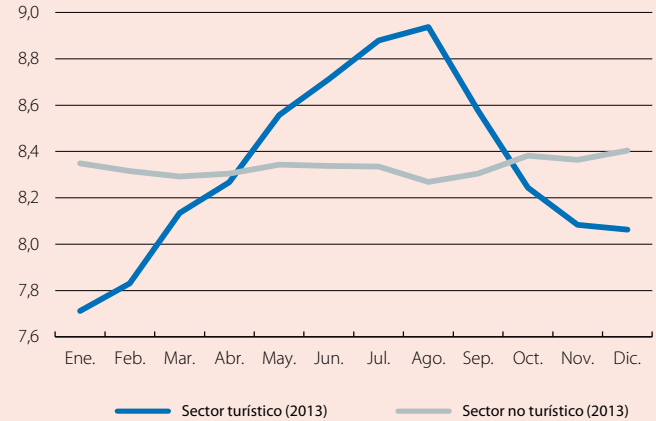
## La estacionalidad del turismo

Distribución del número total de pernoctaciones en establecimientos turísticos (%)



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

Distribución del número de afiliados a la Seguridad Social (%)



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

como Italia, muestran una estacionalidad todavía mayor, tal y como se recoge en el gráfico respectivo. Los datos también corroboran que, a pesar del notable aumento del número total de turistas que ha tenido lugar durante las últimas décadas, este patrón se ha mantenido muy estable. La estacionalidad de la producción de los servicios turísticos también se extiende al mercado laboral, con una mayor concentración de la ocupación en los meses veraniegos.

No hay duda, pues, de que el nivel de estacionalidad que manifiesta el sector turístico español continúa siendo muy pronunciado. Por ello no sorprende que uno de los siete objetivos prioritarios que marcó la Secretaría de Estado de Turismo en el Plan Nacional e Integral de Turismo (2012-2015) fuera desarrollar medidas específicas para reducirlo.<sup>2</sup> Con el propósito de desestacionalizar al máximo el flujo turístico para evitar tanto los niveles de congestión de las épocas altas (de junio a septiembre) como la subutilización de los recursos (instalaciones y personal) en las épocas de baja demanda, entre otras iniciativas, la Secretaría solicitó a AENA que introdujera un régimen flexible en el sistema de tarifas basado en el número de pasajeros y la capacidad de cada aeropuerto. Seguramente, como se comenta en el artículo «Recetas de éxito en el sector turístico: vías diferentes para un destino común» en este mismo Dossier, potenciar la oferta turística hacia segmentos con un elevado crecimiento potencial, una mayor rentabilidad y una menor estacionalidad, características que reúne por ejemplo el turismo cultural, también podría ser de gran ayuda.

En conclusión, el sector turístico es uno de los principales sectores de la economía española, tanto por su impacto directo como por el importante efecto de arrastre que ejerce sobre el resto de sectores. Además, dadas las buenas perspectivas de crecimiento mundial del turismo (como se recoge en el mismo artículo arriba mencionado), su relevancia probablemente vaya en aumento en los próximos años. Esto debería aprovecharse para reducir la elevada estacionalidad del sector y así poder rentabilizar mejor las infraestructuras de las que se dispone.

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

2. Véase «OECD Tourism Trends and Policies 2014».



## PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en Internet: [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)  
 Correo electrónico: [publicacionesestudios@lacaixa.es](mailto: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
<b>TOTAL PRESUPUESTO</b>	<b>500</b>

## Publicaciones

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

 "la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

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

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

Diseño y producción: [www.cege.es](http://www.cege.es)

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



ELEMENTAL  
CHLORINE  
FREE  
GUARANTEED

