

# IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 380 | JUNIO 2014

# ASIA

## ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Mercado de titulizaciones: de héroe a villano, y viceversa*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Sudáfrica, cómo hacerse un lugar entre los grandes emergentes*

### UNIÓN EUROPEA

*Los efectos de la apreciación del euro*

### ECONOMÍA ESPAÑOLA

*La empresa española se hace grande*

## DOSSIER: ASIA EMERGENTE: PERSPECTIVAS ALENTADORAS

---

*Asia emergente: pasado, presente y, claramente, futuro*

*China, en el centro de la «Fábrica Asia»*

*Indonesia y Malasia recuperan el rumbo tras capear el tapering*

*India: hoja de ruta para Narendra Modi*

**INFORME MENSUAL**

Junio 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:

31 de mayo de 2014



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

**ÍNDICE****1 EDITORIAL****3 RESUMEN EJECUTIVO****4 PREVISIONES****6 MERCADOS FINANCIEROS**9 *Mercado de titulizaciones: de héroe a villano, y viceversa*10 *Fusiones y adquisiciones empresariales: la ola vuelve a crecer***12 ECONOMÍA INTERNACIONAL**15 *Sudáfrica: cómo hacerse un lugar entre los grandes emergentes*16 *Chile: en busca de la inversión perdida***18 UNIÓN EUROPEA**21 *Los efectos de la apreciación del euro*22 *Política monetaria en Suecia: ¿una buena referencia?***24 ECONOMÍA ESPAÑOLA**27 *La empresa española se hace grande*28 *Palancas de ajuste del déficit público español*29 *Las cuentas de la Seguridad Social***32 DOSSIER: ASIA EMERGENTE:  
PERSPECTIVAS ALENTADORAS**32 *Asia emergente: pasado, presente y, claramente, futuro*34 *China, en el centro de la «Fábrica Asia»*  
Clàudia Canals36 *Indonesia y Malasia recuperan el rumbo tras capear el tapering*  
Àlex Ruiz y Carlos Martínez Sarnago38 *India: hoja de ruta para Narendra Modi*  
Jordi Singla

## ¿Está caro el euro?

La cotización del euro se ha situado en el primer plano de la actualidad económica durante los últimos meses. Muchos analistas han argumentado que la fuerte apreciación que se ha producido es contraproducente para la economía de la eurozona, al dificultar su crecimiento y agravar el riesgo de deflación. ¿Qué hay de cierto en ello?

La fortaleza reciente del euro frente al dólar obedece fundamentalmente a la combinación de las políticas económicas escogidas por la eurozona, que han sido muy diferentes de las estadounidenses. Cabe tener en cuenta también el hecho frecuentemente ignorado de que la cotización del euro apenas sufrió en 2012, en plena crisis de deuda soberana en Europa.

Tanto la política fiscal como la monetaria han sido distintas en EE. UU. y la eurozona. En materia de política fiscal, en Europa se optó por una rápida consolidación de los déficits públicos provocados por la lucha contra la recesión de 2008 y 2009, mientras que en EE. UU. se mantuvo una política algo más laxa. Las diferencias en la política monetaria que se ha llevado a cabo en cada lado del Atlántico son todavía mayores, siendo en EE. UU. mucho más expansiva que en la eurozona.

Si bien es cierto que el tono de crecimiento más positivo en EE. UU. debería favorecer la cotización del dólar, ha tenido un efecto de segundo orden, en especial en relación con la espectacular evolución de las magnitudes monetarias. Aún a fecha de hoy y salvo las decisiones que tome el BCE el 5 de junio (posteriores al cierre de esta edición), el balance de la Reserva Federal ha continuado expandiéndose, mientras que el del Banco Central Europeo se ha contraído conforme los bancos europeos han ido devolviendo la financiación extraordinaria a tres años que recibieron de la entidad.

No se trata de que la política monetaria del BCE se pueda calificar, ni mucho menos, de restrictiva. Los tipos son muy bajos y la financiación a los intermediarios financieros abundante y a largo plazo. Pero sí es restrictiva en comparación con la política estadounidense. Además, tal y como ocurrió en EE. UU., esa política de laxitud monetaria no ha conseguido revitalizar la economía de manera inmediata, en la medida en que el canal de transmisión, las entidades financieras, estaba obturado y en proceso de reestructuración y saneamiento.

Aunque las reticencias de la máxima autoridad monetaria europea sean comprensibles, la situación actual exige una nueva expansión monetaria que coloque el euro en términos de menor desventaja frente al dólar. Esta renovada expansión podría operar, de manera beneficiosa en la zona euro, por diversos cauces.

En primer lugar, facilitaría la lucha contra las tendencias deflacionarias en las que la eurozona corre el riesgo de recaer. Una tasa de inflación para la eurozona más cercana al 2% es imprescindible para facilitar los ajustes de competitividad entre los Estados miembros, así como para ayudar a que el proceso de desapalancamiento transcurra de manera menos dolorosa. La inyección monetaria también apoyaría la expansión de la demanda interna, especialmente en aquellos países más necesitados de tal impulso, en los que existe una amplia capacidad productiva excedentaria.

Finalmente, es posible que políticas monetarias más laxas también repercutiesen en una menor cotización del euro en relación con el dólar. Sin embargo, ese impacto es incierto. Por un lado, el propio repunte en la economía de la eurozona actuaría en sentido contrario. Y, por otro, es preciso recordar que, a pesar de las quejas sobre la cotización de la moneda, el conjunto de la eurozona continúa teniendo una posición de cuenta corriente globalmente superavitaria, factor subyacente que continuará incidiendo en la valoración internacional del euro.

**Jordi Gual**  
Economista Jefe  
31 de mayo de 2014

## CRONOLOGÍA

### MAYO 2014

- 23 Standard & Poor's revisa al alza la **nota crediticia** de España de BBB- a BBB.
- 25 Elecciones al **Parlamento Europeo** para la legislatura 2014-2019.

### 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.

## AGENDA

### 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.
- 24 Ejecución presupuestaria del Gobierno (mayo).
- 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).

### JULIO 2014

- 2 Afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).  
Tasa de ahorro de los hogares (primer trimestre).
- 3 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 7 Índice de producción industrial (mayo).
- 16 Comercio exterior (junio).
- 18 Créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 24 Encuesta de población activa (segundo trimestre).
- 29 Ejecución presupuestaria del Gobierno (junio).
- 30 Avance del PIB de España (segundo trimestre).  
Avance IPC (julio).  
Índice de sentimiento económico de la eurozona (julio).  
Comité de Mercado Abierto de la Fed.  
Avance del PIB de Estados Unidos (julio).
- 31 Balanza de pagos (mayo).

## Pendientes de la política monetaria

**Buenas perspectivas económicas globales.** Por un lado, los indicadores de coyuntura del 2T apuntan a un mayor dinamismo de las economías a nivel global y de las desarrolladas en particular. Simultáneamente, los comentarios de la Fed sobre su estrategia monetaria han tenido tintes expansivos, al haber manifestado poca prisa por iniciar el proceso de normalización. Además, el BCE ha exprimido tanto como ha podido el caramelo de una próxima ampliación de estímulos. Los mensajes de los bancos centrales han contribuido a la relajación de las rentabilidades de la deuda soberana en ambas regiones. Los activos de riesgo, como la renta variable y los bonos corporativos, han prolongado su buen comportamiento. De hecho, algunos índices de Wall Street y de Europa han marcado nuevos récords históricos. También destaca el bajísimo nivel de volatilidad de los mercados. Con este punto de partida, la elevada complacencia que impera entre los inversores puede dar lugar, en caso de contratiempos, a reajustes en las cotizaciones de los activos financieros y a un entorno financiero más volátil. Esto bien podría ocurrir si el BCE o la Fed acabaran mostrando un tono menos acomodaticio.

**La economía estadounidense reanuda la línea ascendente** después de un 1T que acusó los efectos del mal tiempo más de lo inicialmente calculado. El balance de la amplia batería de indicadores conocidos durante el mes de mayo se salda en positivo. Destacan la mayoría de índices de sentimiento empresarial y de confianza de los consumidores. El mercado laboral también sigue mejorando, aunque todavía con matices que se deberían tener en cuenta. En abril, los datos de ocupación volvieron a sorprender positivamente, pero quedaron ensombrecidos por el nuevo descenso en la tasa de actividad. Ante esta mejora gradual pero todavía incompleta, la Fed ha decidido retirar el objetivo numérico del 6,5% sobre la tasa de paro en su política de orientación monetaria. Con todo, es importante vigilar los signos que podrían estar delatando un cambio de tendencia, como las encuestas empresariales sobre las perspectivas de aumentos en los salarios de sus empleados, en las que ya se vislumbran subidas.

**Las condiciones evolucionan favorablemente en los países emergentes, aunque no de manera uniforme.** La normalización de la situación vivida a principios de año ha desembocado en un entorno de menor incertidumbre. La acertada gestión de los Gobiernos y de los bancos centrales de muchos de estos países está siendo recompensada por los inversores con el retorno de parte de los capitales que salieron al comienzo de la crisis. Las bolsas y los bonos

soberanos de algunas de estas economías, como Indonesia, Turquía y Sudáfrica, están mostrando un comportamiento excepcional en los últimos meses, recuperando parte de las pérdidas sufridas en 2013. Por su parte, en China los indicadores de coyuntura apuntan al final de la desaceleración, y las actuaciones de la política económica recientes, como la liberalización del mercado de capitales en mayo, están sirviendo de apoyo a la reposición de las expectativas sobre su economía.

**La recuperación de la eurozona avanza a buen ritmo, pero con diferencias crecientes entre países.** Para el conjunto de la eurozona, las señales de recuperación parecen duraderas. Se une al sector exterior una demanda interna que cada vez gana más fuerza, con mejoras notorias tanto en el consumo privado como en la inversión. Sin embargo, el análisis por países es menos alentador. Sobresale favorablemente el sorprendente avance del PIB de Alemania en el 1T 2014, con un 0,8% respecto al trimestre anterior. En el lado opuesto destacan Francia e Italia, que volvieron a ofrecer registros peores de lo esperado, con un crecimiento nulo para los franceses y todavía en contracción para los italianos (-0,1% intertrimestral). Tales resultados alimentan las dudas sobre la capacidad de crecimiento de ambos países a medio plazo y el escepticismo en torno a las reformas estructurales implementadas. El otro eslabón débil del cuadro macroeconómico europeo sigue siendo la inflación. Es por ello que todas las miradas se centran en el BCE y, sobre todo, en cómo gestionará las expectativas que ha ido creando durante los últimos meses.

**En España, la demanda interna se suma al crecimiento.** El detalle del PIB del 1T 2014 ha revelado una notable mejora de la demanda interna. Destacan especialmente el consumo privado y la inversión en bienes de equipo, que continuaron avanzando con empuje. En el lado opuesto, sorprendieron de manera negativa las exportaciones, que retrocedieron un 0,4% en términos intertrimestrales. Parte de esta desaceleración se debe a factores temporales, por lo que seguimos creyendo que el superávit comercial alcanzado se consolidará a medio plazo, aunque la evolución del sector exterior se ha convertido en uno de los elementos que se tendrán que seguir de cerca en los próximos meses. Para evitar escenarios de riesgo, y reconociendo que las reformas llevadas a término hasta la fecha han sido profundas y beneficiosas para la economía española, el FMI mantiene una lista de deberes que sigue siendo larga y exigente. Destacan, entre ellas, la reforma tributaria y el desarrollo de un marco que facilite los procesos de reestructuración de la deuda empresarial.

## 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	3,5	3,9	3,0	3,2	3,4	3,4	3,5	3,7
<b>Países desarrollados</b>										
Estados Unidos	2,8	1,9	2,6	3,0	2,0	2,6	2,0	2,6	2,7	3,1
Eurozona	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,3	0,5	0,9	0,9	1,1	1,2
Alemania	0,9	0,5	1,9	1,8	0,6	1,4	2,3	1,8	1,8	1,9
Francia	0,0	0,3	0,7	1,2	0,3	0,8	0,8	0,4	0,7	0,9
Italia	-2,6	-1,9	0,2	1,2	-1,9	-0,9	-0,5	0,0	0,5	0,8
España	-1,6	-1,2	1,2	1,7	-1,1	-0,2	0,5	1,0	1,4	1,7
Japón	1,4	1,6	1,4	1,3	2,5	2,5	2,7	1,0	0,7	1,0
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	0,5	1,4	1,3	2,0	0,9	0,2	0,4	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	5,4	6,4	4,8	4,7	4,7	5,1	5,4	5,5
Brasil	1,0	2,5	1,7	2,4	2,4	2,2	1,9	0,9	1,9	2,0
México	4,0	1,1	2,9	3,8	1,4	0,7	1,8	2,5	3,3	4,0
Polonia	2,1	1,6	3,2	3,5	2,0	2,5	3,5	3,1	3,1	3,2
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	3,3	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3	3,5	3,6	3,6
<b>Países desarrollados</b>										
Estados Unidos	2,1	1,5	1,7	1,8	1,5	1,2	1,4	1,9	1,8	1,9
Eurozona	2,5	1,4	1,0	1,5	1,3	0,8	0,7	0,8	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	1,2	1,7	1,1	0,8	0,9	1,0	1,3	1,5
Italia	3,3	1,3	0,7	1,4	1,1	0,7	0,5	0,5	0,7	1,1
España	2,4	1,4	0,4	1,3	1,2	0,1	0,0	0,4	0,4	0,9
Japón	0,0	0,4	2,7	1,8	0,9	1,4	1,5	3,4	3,1	2,9
Reino Unido	2,8	2,6	1,9	2,1	2,7	2,1	1,7	1,8	1,9	2,0
<b>Países emergentes</b>										
Rusia	5,0	6,8	6,4	5,1	6,4	6,4	6,4	6,9	6,4	6,0
China	2,7	2,6	2,6	2,8	2,8	2,9	2,3	2,3	3,1	2,8
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	6,4	5,7	6,1	5,8	5,8	6,4	6,8	6,5
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	1,1	2,2	1,4	0,9	0,9	1,0	1,2	1,3
Turquía	8,9	7,5	8,2	6,6	8,3	7,5	8,0	8,7	8,2	8,0

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	1,7	1,4	-1,8	0,7	1,6	1,9	1,6	1,5
Consumo de las AA. PP.	-4,8	-2,3	-1,1	-2,1	0,2	-3,5	-0,2	-0,5	-2,6	-1,2
Formación bruta de capital fijo	-7,0	-5,0	0,1	2,3	-5,3	-1,7	-1,1	0,8	0,2	0,7
Bienes de equipo	-3,9	2,3	8,1	5,5	2,2	9,6	11,3	7,8	6,6	6,6
Construcción	-9,7	-9,6	-5,4	0,2	-9,8	-8,6	-8,7	-4,8	-4,4	-3,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-4,1	-2,7	0,7	0,8	-2,1	-0,6	0,6	1,1	0,5	0,7
Exportación de bienes y servicios	2,1	4,9	5,3	5,5	3,5	3,7	8,1	3,1	4,5	5,5
Importación de bienes y servicios	-5,7	0,4	4,5	3,0	0,6	2,7	9,3	3,5	2,0	3,0
<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>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>
<b>Otras variables</b>										
Empleo	-4,8	-3,4	0,8	1,4	-3,3	-1,6	-0,3	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	0,4	1,3	1,2	0,1	0,0	0,3	0,4	0,9
Costes laborales unitarios	-3,0	-1,5	-1,2	0,5	-1,6	1,2	-0,9	-1,4	-1,2	-1,4
Saldo op. corrientes (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-1,2	0,8	1,3	1,6	0,7	0,8	0,4	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	1,1	1,7	1,8	1,9
Saldo público (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-10,6	-7,1	-5,6	-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	0,26	0,71	0,26	0,24	0,24	0,23	0,27	0,31
Líbor 12 meses	1,01	0,68	0,61	1,14	0,67	0,59	0,56	0,56	0,61	0,69
Deuda pública a 2 años	0,27	0,30	0,52	1,45	0,36	0,32	0,36	0,39	0,57	0,78
Deuda pública a 10 años	1,78	2,33	2,84	3,63	2,70	2,74	2,75	2,61	2,83	3,14
<b>Euro</b>										
Refi BCE	0,88	0,54	0,16	0,15	0,50	0,33	0,25	0,20	0,10	0,10
Euríbor 3 meses	0,57	0,22	0,25	0,27	0,22	0,24	0,30	0,29	0,20	0,20
Euríbor 12 meses	1,11	0,54	0,55	0,73	0,54	0,53	0,56	0,57	0,51	0,57
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,08	0,13	0,20	0,80	0,17	0,16	0,14	0,14	0,16	0,36
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,55	1,62	1,61	2,07	1,78	1,79	1,68	1,45	1,49	1,81
<b>TIPOS DE CAMBIO</b>										
\$/euro	1,29	1,33	1,36	1,32	1,32	1,36	1,37	1,37	1,35	1,33
¥/euro	102,71	129,65	142,16	147,69	131,09	136,78	140,98	141,00	142,65	144,00
£/euro	0,81	0,85	0,82	0,85	0,86	0,84	0,83	0,83	0,86	0,82
<b>PETRÓLEO</b>										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	108,08	109,43	109,24	109,23	107,74	108,39	108,07	108,14
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	79,74	82,79	82,46	80,24	78,61	79,03	80,25	81,10

Nota: 1. Acumulado cuatro trimestres.

Previsiones

## COYUNTURA · La fiesta continúa, ¿hasta cuándo?

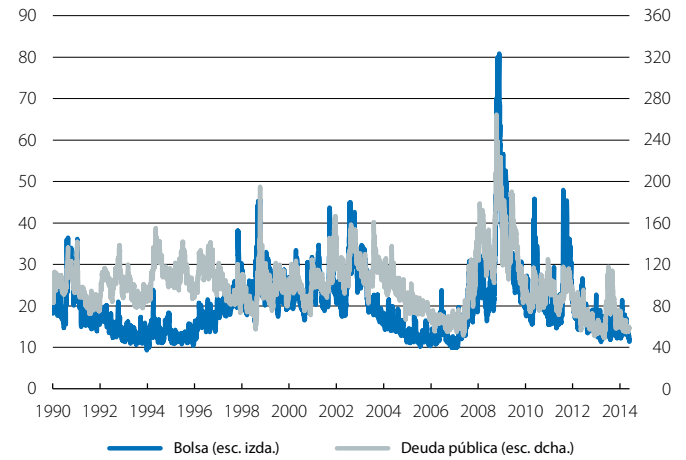
La expectativa de más crecimiento y más liquidez anima el sentimiento de los inversores. Por un lado, los indicadores de coyuntura del 2T apuntan a un mayor dinamismo de las economías a nivel global, y las desarrolladas en particular. Destaca el caso de EE. UU., donde el crecimiento recupera tracción tras un 1T lastrado por unas condiciones climáticas inusualmente adversas. Simultáneamente, los comentarios de la Reserva Federal (Fed) sobre su estrategia monetaria han tenido tintes expansivos, en el sentido de manifestar poca prisa en el proceso de normalización. Además, el Banco Central Europeo (BCE) ha exprimido tanto como ha podido el caramelo de una próxima ampliación de estímulos. Los mensajes de los bancos centrales han contribuido a la relajación de las rentabilidades (*yields*) de la deuda soberana en ambas regiones. Los activos de riesgo, como la renta variable y los bonos corporativos, han prolongado su buen comportamiento. De hecho, algunos índices de Wall Street y Europa han marcado nuevos récords históricos. También destaca el bajísimo nivel de la volatilidad de los mercados. Desde este punto de partida, la elevada complacencia que impera entre los inversores puede dar lugar, en caso de contratiempos, a reajustes en las cotizaciones de los activos financieros y un entorno financiero más volátil. Esto bien podría ocurrir si el BCE o la Fed acabaran mostrando un tono menos acomodaticio.

**La Reserva Federal proporciona más información sobre sus planes.** El acta de la reunión celebrada en abril por el comité de política monetaria muestra una clara intención de mantener condiciones monetarias holgadas «durante un tiempo considerable» después de que haya finalizado el *tapering*. Con este discurso, la entidad pretende transmitir a los inversores la idea de que la normalización de los tipos oficiales será ejecutada de manera lenta y gradual. Busca con ello evitar repuntes de la volatilidad en los mercados financieros y, en última instancia, apuntalar la recuperación económica. Gracias a estos mensajes, ha retrasado las expectativas de los inversores sobre el inicio de las subidas de tipos hasta el segundo semestre de 2015, y ha aplanado la senda de aumentos esperada a partir de entonces.

**El BCE deja claro que actuará en junio.** Las declaraciones reiteradas de los miembros del Consejo han hecho que sea ya casi unánime la expectativa de que el 5 de junio se anuncie un paquete de medidas. En efecto, tras la reunión de mayo, el Consejo de Gobierno del BCE ha mostrado una clara disposición a tomar medidas expansivas adicionales en base al nivel excesivamente bajo de la inflación. La pérdida de pulso de algunas economías de la eurozona, la fortaleza del euro o la anticipación a la espiral negativa de precios y crédito son justificantes suficientes para la actuación del banco central. Pese a que el BCE no ha especificado cuáles serían las medidas a adoptar, es muy probable que la institución recorte en junio el tipo de interés oficial al 0,10% (desde el 0,25% actual). También se contempla la adopción de medidas orientadas a dinamizar el crédito,

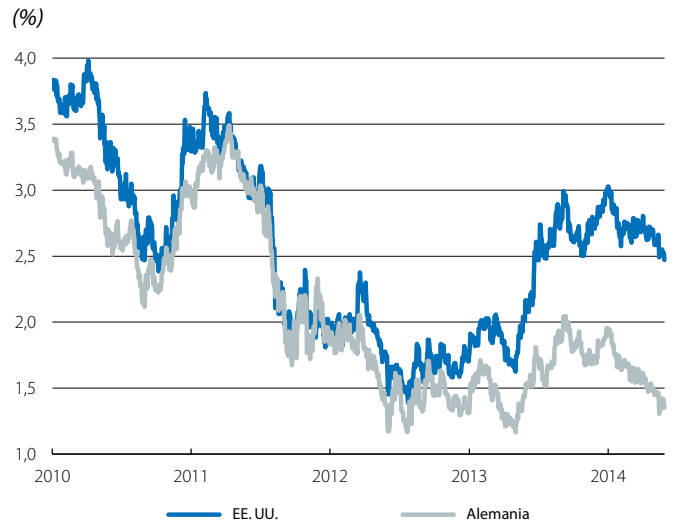
### EE. UU.: volatilidad implícita en los mercados financieros

(Bolsa: índice VIX; deuda pública: índice MOVE)



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

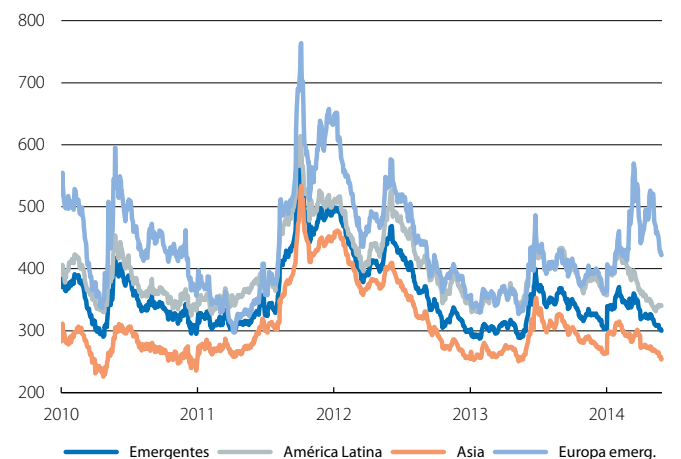
### Rentabilidades de la deuda pública a 10 años



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

### Spreads de bonos corporativos de países emergentes

(Bonos en dólares; en p. b.)



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



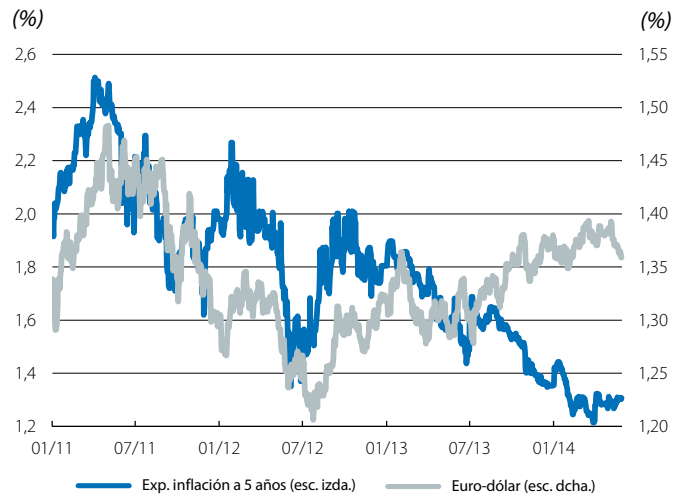
tales como una nueva subasta de liquidez a muy largo plazo (LTRO) condicionada a la concesión de préstamos a pymes, o un programa de compras selectivas de ABS. La reacción de los mercados ante este escenario esperado de mayor laxitud monetaria ha tenido como primeros efectos la caída de los tipos de interés euríbor y la depreciación del euro. La divisa comunitaria ha descendido más de un 2% en las últimas semanas, situándose alrededor de los 1,36 dólares.

**Las yields de los treasuries responden a las expectativas de laxitud monetaria.** El tono *dovish* de la Fed durante el último mes ha sido un factor muy importante, justo en un momento en el que la incipiente mejora de los datos de actividad podría haber provocado un tensionamiento de las *yields*. No solo no han aumentado, sino que han descendido notablemente. En el caso del *treasury* a 10 años, hasta la zona del 2,5%. Este movimiento se ha visto reforzado por el cierre de posiciones cortas en los mercados de derivados de renta fija por parte de inversores de carácter especulativo, sorprendidos con el pie cambiado. La clave de todo este escenario es la ausencia de presiones inflacionistas. La Fed está intentando resaltar este extremo, poniendo particular énfasis en argumentar y documentar que el mercado laboral dista mucho de la recuperación completa y, por ende, de ser un riesgo para la estabilidad de los precios. Lógicamente, la evolución de los indicadores con capacidad para anticipar la inflación (por ejemplo, los salarios) van a ser claves para los movimientos de los mercados financieros en los próximos meses. Desviaciones respecto al escenario benigno de la Fed podrían ser altamente perturbadoras para el mercado de bonos.

**Las yields de la deuda soberana de la eurozona también descienden.** Los reiterados preavisos del BCE sobre los estímulos monetarios se han sumado al efecto arrastre procedente de EE. UU. La *yield* del *bund* alemán a 10 años ha descendido hasta la zona del 1,35%, muy cerca de los mínimos históricos de 2012. También están cerca de nuevos mínimos históricos las rentabilidades de algunos países de la periferia, como ocurre en el caso de la deuda soberana española e italiana. Al buen momento del bono soberano español han contribuido en mayo, además de la mejora de los indicadores macroeconómicos, las valoraciones favorables de distintos organismos internacionales. De una parte, la subida del *rating* de España por S&P hasta BBB (desde BBB-), tras las recientes mejoras de calificación realizadas por Fitch (BBB+) y Moody's (Baa2). De otra, la revisión anual del FMI sobre la economía española, que ha deparado resultados positivos (aunque propone realizar nuevas reformas en diversos ámbitos).

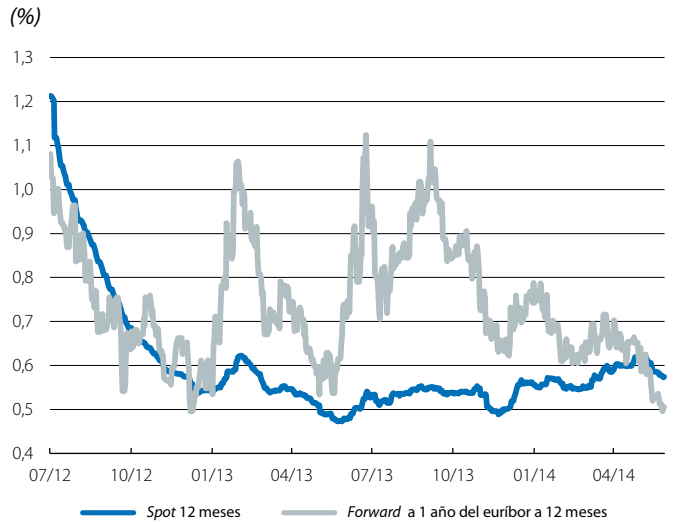
**Entre tanto, las condiciones mejoran favorablemente en los países emergentes, aunque no de manera uniforme.** La normalización de la situación vivida a principios de año ha desembocado en un entorno de menor incertidumbre. La acertada gestión de los Gobiernos y de los bancos centrales de muchos de estos países está siendo recompensada por los inversores con el retorno de parte de los capitales que salieron al comienzo de la crisis. Las bolsas y los bonos soberanos de algunas de

**Expectativas de inflación y evolución del euro frente al dólar**



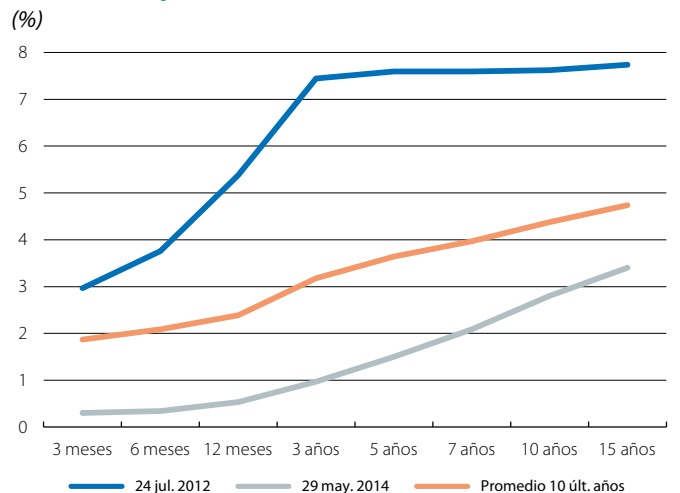
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurozona: tipos de interés euríbor**



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

**España: curva de rentabilidades de la deuda pública**



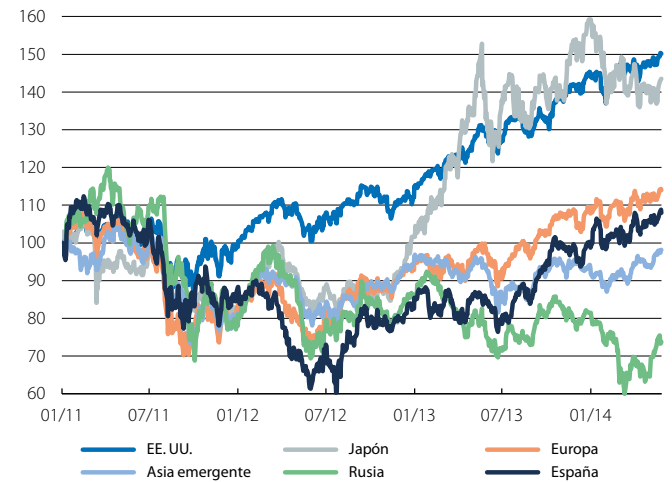
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

estas economías, como Indonesia, Turquía y Sudáfrica, están mostrando un comportamiento excepcional en los últimos meses, recuperando parte de las pérdidas sufridas en 2013. Por su parte, en China los indicadores de coyuntura apuntan al final de la desaceleración, y las actuaciones de la política económica recientes, como la liberalización del mercado de capitales en mayo, están sirviendo de apoyo a la reposición de las expectativas sobre su economía.

**Las bolsas se mantienen firmes.** La proyección de un escenario monetario laxo durante los próximos trimestres ha servido de apoyo a la mejora relativa de la cotización de los activos de renta variable. Esta circunstancia se ha intensificado a medida que las declaraciones de los responsables del BCE otorgaban más probabilidades a la adopción de nuevos estímulos monetarios en junio, llegando a reflejarse en los nuevos máximos de algunos de los índices bursátiles desarrollados como el S&P 500 y el DAX alemán. En Europa, el apetito por el riesgo de los inversores en parte se ha visto empañado por la deslucida campaña de resultados empresariales del 1T y por la alerta ante la disparidad del crecimiento entre los países *core* de la eurozona (Francia y Alemania). A pesar de los bajos niveles de volatilidad en las bolsas, el aumento de las dudas sobre la capacidad de recuperación de la actividad en la región y las tensiones entre Rusia y Ucrania han inclinado la balanza a favor de los valores defensivos frente a los cíclicos. No obstante, a nivel particular cabe destacar el buen comportamiento registrado por el Ibex 35, que acumula ganancias superiores al 7% en el cómputo anual. La buena marcha de la economía, el saneamiento del sistema bancario nacional y el descenso de la prima de riesgo constituyen los pilares para la consolidación de la tendencia alcista. En cuanto a los mercados emergentes, la relajación de los tipos de los *treasuries*, la mejora de las expectativas de crecimiento en el área y el mayor apetito por el riesgo de los inversores han favorecido el retorno de los flujos de capitales hacia estas economías, dando un mayor soporte a sus bolsas.

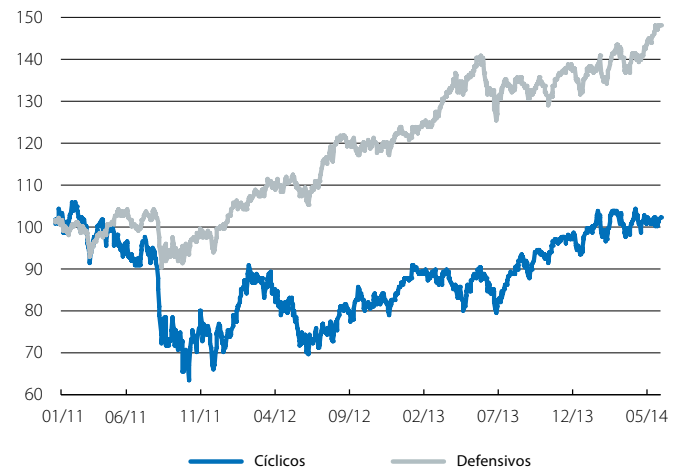
**El buen tono de los mercados de crédito corporativo se consolida.** Los abundantes niveles de liquidez global y el entorno de tipos de interés muy reducidos continúan desempeñando un papel clave a la hora de sostener las elevadas valoraciones y los reducidos *spreads* de la renta fija corporativa del bloque desarrollado. En Europa, esta dinámica está siendo reforzada por el incremento de las expectativas de que el BCE haga uso de medidas de estímulo. Ante este escenario, las grandes firmas financieras de la eurozona están aprovechando las condiciones actuales de los mercados para aumentar sus bases de capital a través de la emisión de bonos híbridos. Por su parte, las compañías no financieras de la región siguen buscando financiación a través de la emisión de deuda, en la mayoría de las ocasiones con calificación *high yield*. Sin embargo, la menor rentabilidad de los bonos de riesgo corporativos europeos frente a los norteamericanos, así como el agotamiento de la capacidad de emisión de algunas empresas europeas están suponiendo un descenso en el volumen agregado de las emisiones desde principios de año.

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



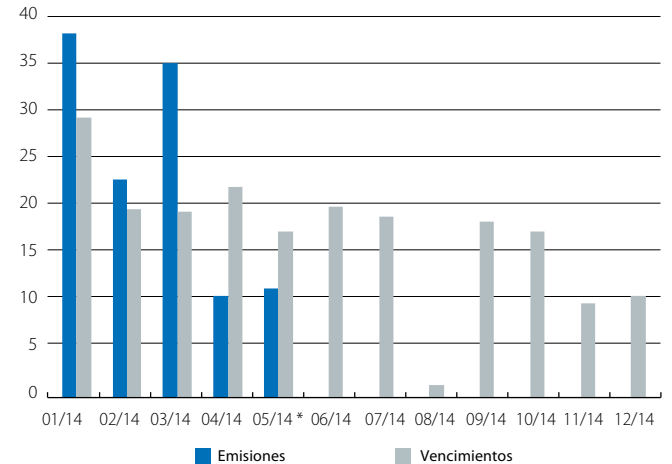
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Eurostoxx 600: sectores cíclicos y sectores defensivos**  
(Enero 2011 = 100)



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

**Europa: emisiones de deuda de empresas no financieras**  
(Miles de millones de euros)



Nota: \* Datos hasta el 16 de mayo.

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

## FOCUS · Mercado de titulizaciones: de héroe a villano, y viceversa

El Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Inglaterra (BoE) han divulgado recientemente un documento que aboga por resucitar el mercado europeo de titulizaciones bancarias. De entrada, puede sorprender que dos de los principales guardianes de la estabilidad financiera internacional salgan en defensa de un instrumento considerado, de manera casi unánime, colaborador necesario de la tremenda crisis financiera que estalló en 2007. Pero la primera impresión engaña: lo que el BCE y el BoE proponen es potenciar las modalidades «buenas» de titulización, a la vez que destierran las variantes «perniciosas».

La característica distintiva de la titulización de activos bancarios consiste en permitir al tenedor original (entidad bancaria) transformar activos ilíquidos y arriesgados (como hipotecas, préstamos a pymes y al consumo, etc.) en liquidez mediante su venta a un tercero (por lo general, un fondo de titulización de activos, promovido por la propia entidad bancaria). Este, a su vez, emite deuda (bonos de titulización) de diversa calidad crediticia para financiar la adquisición de los activos subyacentes en cuestión (que pasan a ser el colateral de los bonos). De este modo, el banco se desprende de la cartera titulizada y consigue tres objetivos: obtener liquidez, diversificar sus fuentes de financiación y transferir el riesgo inherente al activo. BCE y BoE parecen convencidos de que esta liberación de recursos de los balances bancarios (liquidez y capital) permitiría incrementar la oferta de crédito nuevo, y ponen el énfasis en el segmento del crédito a pymes. Pero la realidad actual es que en Europa la actividad de titulización está casi paralizada. En buena medida ello obedece al estigma que arrastra desde la crisis de 2007, cuando el fiasco de las hipotecas *subprime* en EE. UU. afloró el gran riesgo que rodea las fórmulas de reempaquetar créditos bancarios que son demasiado opacas, complejas y precarias. En consecuencia, el BCE y el BoE suscriben la necesidad de actuar sobre dos grandes ejes: mejorar la transparencia y alinear adecuadamente los incentivos de los distintos participantes en este mercado. También señalan la conveniencia de revisar algunos aspectos técnicos en la regulación sobre requisitos de capital y liquidez de los bancos y las compañías de seguros para aumentar el atractivo de las titulizaciones tanto para oferentes como para demandantes.

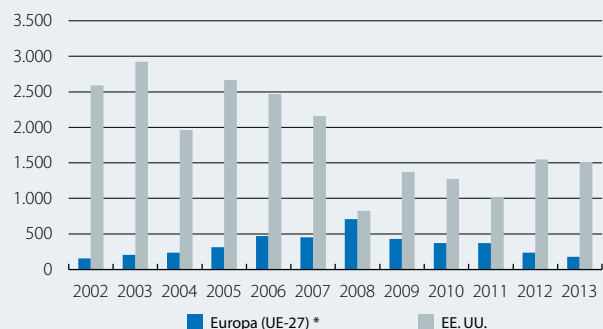
Pero posiblemente la actuación más rompedora queda, como no podría ser de otra manera, fuera del contenido del documento mencionado: una intervención directa del BCE en el mercado de titulizaciones, a modo de revulsivo que le saque de su profunda atonía. Desde hace meses se habla de la posibilidad de que el BCE incluya entre sus medidas de estímulo la compra de activos, ya sea bonos soberanos, corporativos o títulos ABS (*asset-backed securities*: bonos de titulización de préstamos bancarios distintos de los hipotecarios, entre los que destacarían los concedidos a pymes). En este sentido, la compra de ABS resulta una de las opciones menos controvertidas desde el punto de vista estatutario del BCE, y podría ser adoptada ya en la próxima reunión de junio. No obstante, tanto la implementación como el potencial impacto revitalizador del crédito presentan limitaciones e interrogantes. En primer lugar, la modesta dimensión del propio

mercado de titulizaciones en Europa: a cierre de 2013, el saldo vivo total de operaciones titulizadas era de 1,54 billones de euros, de las que tan solo el 8,5% corresponden a ABS respaldados por créditos a pymes. Se trata de un volumen pequeño en relación con mercados como el de bonos corporativos o el de deuda soberana. En segundo lugar, y ligado con lo anterior, el diseño del eventual programa de compra de ABS afronta una disyuntiva: adquirir títulos de nueva originación (mercado primario) o titulizaciones ya existentes (mercado secundario). La primera opción proporcionaría más impacto sobre la oferta crediticia a las empresas, pero la segunda sería más rápida. Otro aspecto trascendental tiene que ver con el nivel de riesgo que está dispuesto a asumir el BCE, dado que el impacto del programa dependería de forma crítica de la capacidad efectiva de la que dispondrían los originadores para transferir el riesgo de los activos subyacentes desde su cartera hacia la del BCE. Para lograrlo, el BCE debería hacer extensiva la compra de los tramos sénior (con elevado *rating* crediticio) a aquellos con riesgo más elevado (incluso los tramos *mezzanine* y *equity*), aspecto, cuanto menos, delicado. Una alternativa que suavizaría considerablemente la asunción del riesgo de crédito por parte del BCE sería la concesión por parte del Banco Europeo de inversiones de garantías o avales a las titulizaciones bancarias.

En definitiva, el propósito de resucitar el mercado de titulizaciones de «elevada calidad» se erige como un gran desafío. Sin duda, las medidas regulatorias y las encaminadas a mejorar la transparencia pueden ser de gran ayuda. Pero la intervención directa del BCE es una incógnita.

### Emisiones de titulizaciones bancarias

(Miles de millones de euros)



**Nota:** \* Incluye Rusia, Turquía y titulizaciones multinacionales.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de AFME y AFL.

### Europa (UE-27): saldo vivo a 31-12-2013

Mercado	Tamaño (miles de millones de euros)	Tamaño relativo titulizaciones (%)
Cédulas hipotecarias	907	170,2
Titulizaciones*	1.544	–
Bonos corporativos	2.075	74,4
Crédito bancario a empresas	4.000	38,6
Deuda pública	11.386	13,6

**Nota:** \* Incluye Rusia, Turquía y titulizaciones multinacionales.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de AFME, Eurostat y BNP Paribas.

## FOCUS · Fusiones y adquisiciones empresariales: la ola vuelve a crecer

Las operaciones de fusiones y adquisiciones empresariales están aumentando a nivel global. Se trata de otra pieza que se suma, además con gran fuerza, al proceso de reactivación de los mercados financieros internacionales tras las crisis de 2008-2012. Diversas condiciones propiciatorias confluyen: la mejora del entorno macroeconómico, la buena marcha de las bolsas, la reducción de los costes de financiación, así como el exceso de liquidez atesorado por numerosas compañías durante los años de crisis (dada la escasa inversión). En última instancia, las fuerzas impulsoras de las fusiones y las adquisiciones (M&A, por sus siglas en inglés) se remiten a las motivaciones de las partes implicadas. Por lo que respecta a la empresa compradora, el establecimiento de objetivos de incremento de tamaño o reposicionamiento en los mercados (con frecuencia, en clave internacional). Y de parte de la empresa adquirida, el deseo de los accionistas de monetizar el valor de su participación o diversificar riesgos (circunstancia clara en el caso de empresas familiares).

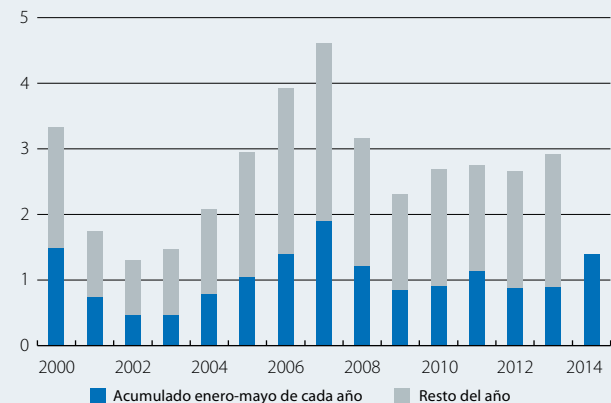
Las cifras registradas entre enero y mayo de este año son elocuentes: el valor total de las operaciones de M&A globales (anunciadas, en fase de negociación y terminadas) ha superado el billón de dólares según el cómputo de Thomson Reuters Datastream. Desde que en 1980 la entidad comenzó a recoger datos, es tan solo la tercera ocasión que se supera la barrera del billón durante periodos análogos del año. Supone un crecimiento superior al 50% respecto al ritmo de 2013 y su proyección para el conjunto del ejercicio significaría acercarnos a los récords de 2006-2007. Por áreas geográficas, EE. UU. lidera la actividad con el 51% del volumen total, seguido de Europa con un 24% y Asia-Pacífico con un 16%. Estas dos últimas regiones van ganando peso gradualmente, y en el caso de Asia las cifras superan casi en un 70% las de 2013. Esto guarda relación con el auge de las operaciones *cross-border*, aquellas en las que las compañías involucradas proceden de diferentes países. Esta tipología experimenta un fuerte incremento en 2014 (del orden del 80% interanual) gracias a un fenómeno a tener en cuenta: empresas de países emergentes que buscan objetivos en otros países emergentes. En mercados con elevado potencial de crecimiento, como Turquía y Vietnam, esto es bien visible. A nivel sectorial, aunque se han producido operaciones significativas en todos los sectores, la mayor actividad se ha concentrado en compañías de medios de comunicación y entretenimiento, del sector inmobiliario, de la energía y la tecnología. Otro rasgo distintivo de este año es el dominio de las megaoperaciones, entre las que se incluyen algunas verdaderamente impactantes. Esta circunstancia es clave para alcanzar los volúmenes antes indicados por cuanto, de hecho, en el recuento del número de acuerdos la cifra es similar a la de 2013.

La crisis financiera parece haber introducido algunos parámetros nuevos a la hora de llevar a cabo las adquisiciones. El principal cambio se observa en el terreno de la financiación. Si bien durante los cuatro primeros meses de 2007 más del 70% de las transacciones se realizaron exclusivamente a través de préstamos sindicados, en 2014 esta cifra no alcanza el 50%. En contraposición, actualmente el número de operaciones sufragadas con acciones de la propia compañía adquirente se sitúa en el 20%. Asimismo, una modalidad que está ganando peso es la financiación mixta, que combina el crédito y la emisión de bonos de alto riesgo (*high-yield*, con *rating* de bono basura). Según Barclays, en lo que va de año, un amplio grupo de compañías europeas ha colocado 15.000 millones de euros en deuda de este tipo para financiar operaciones de M&A, frente a los 9.600 millones de euros emitidos en todo 2013.

Este último dato invita a la reflexión. Es bien sabido que, a lo largo de la historia, la actividad de M&A se ha presentado en forma de oleadas y no de manera gradual. Son menos conocidas las razones precisas del comportamiento en cada momento. Sin duda tienen un papel fundamental factores como el entorno económico, las innovaciones tecnológicas o los cambios regulatorios. Pero también inciden aspectos más huidizos, como las condiciones de liquidez o el apetito por el riesgo. En este sentido, las condiciones actuales creadas por las políticas monetarias ultralaxas de los principales bancos centrales tienen influencia: facilitan la emisión de bonos *high yield* o acciones propias para financiar adquisiciones. A largo plazo, los efectos, tanto particulares como colectivos, dependerán de la eficiencia de las nuevas combinaciones empresariales. Confiamos, por tanto, en que el clima de exuberancia que empieza a percibirse sea racional en términos del análisis de las operaciones por parte de los gestores corporativos.

### Volumen global de operaciones M&A

(Billones de dólares)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Deutsche Bank y Dealogic.

## PRINCIPALES INDICADORES

### Tipos de interés (%)

	30-may	30-abr	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	-25,0
Euríbor 3 meses	0,31	0,34	-3	2,0	10,7
Euríbor 12 meses	0,57	0,61	-4	1,1	8,9
Deuda pública a 1 año (Alemania)	0,08	0,16	-8	-10,9	4,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	0,06	0,14	-8	-14,7	-3,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	1,36	1,47	-11	-53,5	-12,8
Deuda pública a 10 años (España)	2,85	3,02	-17	-132,7	-164,9
Diferencial de deuda pública a 10 años (p. b.)	150	155	-5	-74,3	-147,2
<b>Dólar</b>					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 meses	0,23	0,22	1	-1,9	-4,8
Líbor 12 meses	0,53	0,55	-2	-4,9	-15,5
Deuda pública a 1 año	0,09	0,10	-1	-2,0	-4,1
Deuda pública a 2 años	0,37	0,41	-4	1,1	9,9
Deuda pública a 10 años	2,48	2,65	-17	-46,9	44,0

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

	30-may	30-abr	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2014 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	66	70	-4	-4,9	-42,2
Itraxx Financiero Sénior	73	79	-6	-13,6	-81,8
Itraxx Financiero Subordinado	112	121	-9	-16,1	-112,7

### Tipos de cambio

	30-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
\$/euro	1,364	1,387	-1,7	-1,0	4,1
€/euro	138,740	141,760	-2,1	3,9	-6,6
£/euro	0,814	0,822	-1,0	2,2	5,0
¥/\$	101,770	102,240	-0,5	2,8	-2,8

### Materias primas

	30-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB	498,0	501,4	-0,7	9,3	5,4
Brent (\$/barril)	110,7	108,7	1,8	-1,8	7,0
Oro (\$/onza)	1.249,7	1.291,6	-3,2	3,3	-11,7

### Renta variable

	30-may	30-abr	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2014 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500	1.923,6	1.884,0	2,1	4,1	17,3
Eurostoxx 50	3.244,6	3.198,4	1,4	4,4	18,1
Ibex 35	10.798,7	10.459,0	3,2	8,9	30,4
Nikkei 225	14.632,4	14.304,1	2,3	-9,9	13,4
MSCI emergentes	1.027,7	995,3	3,3	2,5	3,1
Nasdaq	4.242,6	4.114,6	3,1	1,6	22,3

## COYUNTURA · Perspectiva de mejora tras el bache del primer trimestre

**EE. UU. y China se reactivan mientras la disparidad continúa siendo la tónica dominante en el resto de países.** Los indicadores más recientes de las dos grandes locomotoras del mundo sustentan el pronóstico de mejora en lo que queda de año. La economía estadounidense empieza a recuperar tracción en un contexto donde sobresa la recuperación del mercado laboral. En China, la desaceleración parece que se detiene, y además el Gobierno ha tomado diversas medidas para atajar los riesgos que sobrevuelan el país y asegurar que se alcanza el objetivo oficial de crecimiento. En el resto de economías, la disparidad se confirma como nota distintiva: Japón acusará los efectos de la subida del IVA; la India e Indonesia empiezan a corregir desequilibrios, y Brasil sigue estancado en la mediocridad.

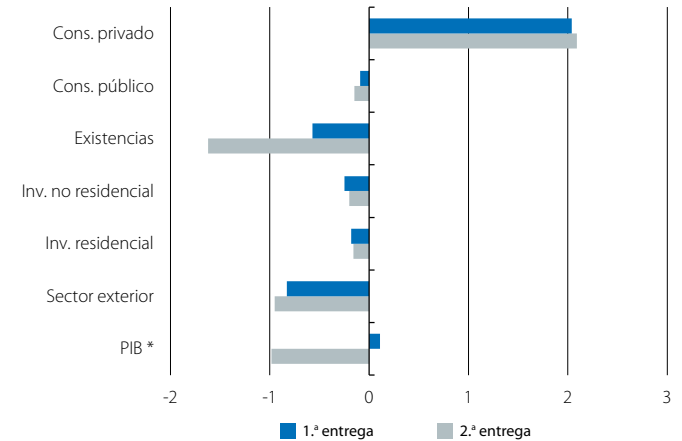
### ESTADOS UNIDOS

**La economía estadounidense reanuda la línea ascendente,** después de un 1T que acusó los efectos del mal tiempo más de lo inicialmente calculado. En efecto, el avance del PIB en el 1T 2014 se revisó a la baja del 2,3% interanual al 2,0% (del 0,1% intertrimestral anualizado al -1,0%). Esta revisión es atribuible en su integridad al componente de las existencias, en tanto que la cifra relativa a la demanda final se mantuvo. Esto tiene implicaciones positivas para trimestres siguientes. De hecho, el balance de la amplia batería de indicadores conocidos durante el mes de mayo se salda en positivo. Destacan la mayoría de índices de sentimiento empresarial y confianza de los consumidores. Así, el ISM de manufacturas de abril subió hasta los 54,9 puntos desde los 53,7 de marzo; su homólogo en servicios también mejoró en abril (hasta los 55,2 puntos desde los 53,1 de marzo), y el avance del PMI de manufacturas de mayo elaborado por Markit se situó en los 56,2 puntos desde los 55,4 de abril. En la misma línea, el índice de confianza del consumidor de mayo del Conference Board escaló hasta los 83,0 puntos, apoyándose en una mejora tanto del componente que valora la situación actual como del que tiene en cuenta las expectativas de futuro. Sin embargo, decepcionaron las ventas minoristas (+0,1% intermensual en abril) y la producción industrial (-0,6% intermensual en abril).

**El mercado de la vivienda prosigue con la recuperación, aunque moderada.** El índice Case-Shiller de precios en 20 grandes áreas metropolitanas aumentó un 12,4% en marzo con respecto al mismo mes del año anterior. Desde principios de 2014 el ritmo de avance de los precios está moderándose. Sin duda, las adversas condiciones meteorológicas en el 1T 2014, unos tipos hipotecarios que se sitúan 1 p. p. por encima de los del año pasado y unas condiciones más duras para la obtención de crédito explican buena parte de esta ralentización. Con todo, algunos de los últimos indicadores del sector inmobiliario son indicadores de que el sector preserva un buen tono de actividad en

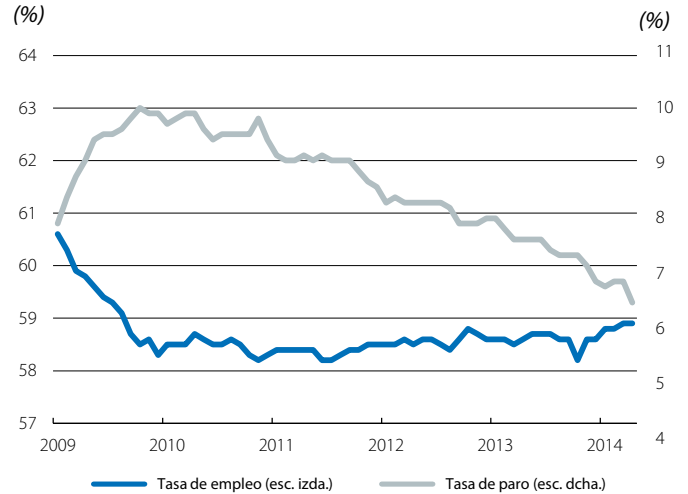
### EE. UU.: PIB por componentes de demanda

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



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

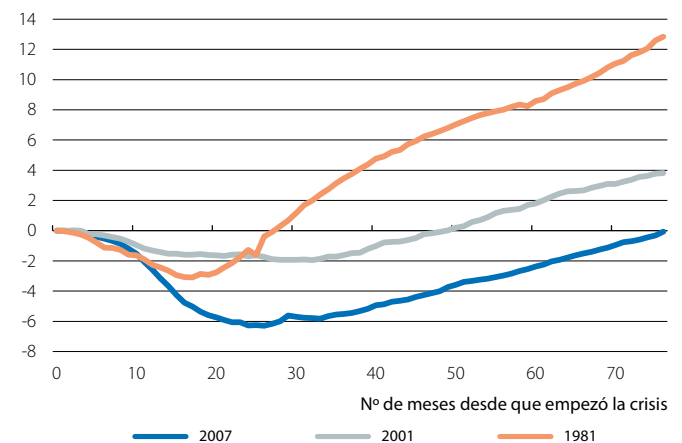
### EE.UU.: indicadores del mercado de trabajo



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

### EE. UU.: evolución del empleo

Variación respecto al nivel de empleo al inicio de la crisis (%)



**Nota:** Meses base: 1981: julio 1981 = 0; 2001: diciembre 2000 = 0; 2007: diciembre 2007 = 0.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Dpto. de Trabajo.

el 2T 2014. En particular, las ventas de viviendas usadas crecieron en abril por primera vez en lo que va de año, y la iniciación de viviendas subió significativamente (+13,2%).

**El mercado laboral sigue mejorando aunque todavía con matices.** Abril volvió a sorprender positivamente con buenos datos sobre el empleo: 288.000 puestos de trabajo creados, una cifra muy superior al promedio mensual de los meses de invierno (150.000). Asimismo, la tasa de paro bajó 4 décimas, hasta el 6,3%. Estas buenas noticias quedan algo ensombrecidas por el descenso en la tasa de actividad (desde el 63,2% en marzo hasta el 62,8% en abril), lo que podría estar señalando un nuevo repunte en el efecto desánimo sobre los desempleados. Ante esta mejora gradual pero todavía incompleta, la Fed ha decidido retirar el objetivo numérico del 6,5% sobre la tasa de paro en su política de orientación monetaria. Unos salarios estancados en abril confirman esta visión de infrautilización de recursos (o *slack*) en el mercado laboral. Aun así, es importante vigilar los signos que podrían estar delatando un cambio de tendencia (como las encuestas empresariales sobre las perspectivas de aumentos en los salarios, en las que ya se vislumbran subidas).

**La inflación aumenta pero lejos aún de presentar tensiones preocupantes,** lo que permite que la normalización monetaria siga un curso lento. El IPC de abril subió un 2,0% interanual, acelerando respecto al 1,5% de marzo pero todavía en niveles bajos. Por su parte, el IPC subyacente (sin energía ni alimentos) se situó en el 1,8% interanual, frente al 1,6% del mes anterior. Por ahora no apreciamos presiones inflacionistas ni en la evolución de los precios ni en las expectativas de los agentes. Nuestro escenario central prevé una inflación promedio del 1,7% en 2014, y del 1,8% interanual a final de año.

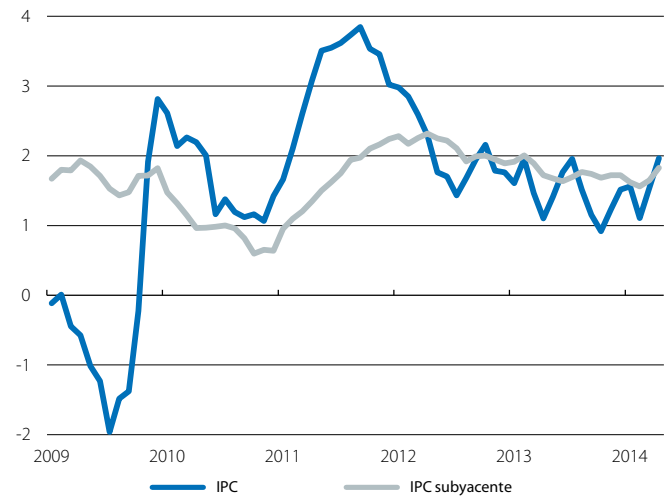
**JAPÓN**

**Sorpresa favorable de crecimiento en el 1T del año,** atribuible a la anticipación de gasto por el alza del IVA efectiva el 1 de abril. El PIB de Japón avanzó un 1,5% intertrimestral (2,7% interanual), muy por encima del 0,1% del trimestre anterior (2,5% interanual), aupado por el consumo privado y la inversión en equipo al adelantarse las compras para sortear la subida del IVA. El carácter transitorio de este tirón nos hace revisar solo marginalmente la previsión para 2014 (sube 1 décima, hasta el 1,4%). Asimismo, también se revisó al alza el avance para el cómputo total de 2013 (hasta el 1,6%).

**Casi todos los indicadores recientes sufren distorsiones por el aumento del IVA,** análogamente al efecto observado en el PIB. En consecuencia, será necesario esperar unos meses antes de poder valorar su impacto definitivo. Por ejemplo, la economía nipona redujo su déficit comercial de abril, en gran medida por la desaceleración de las importaciones cuya demanda había aumentado en los meses anteriores. Aunque las exportaciones también ayudaron en la corrección (+3,7% interanual), sus avances son todavía escasos. En este sentido, sigue siendo motivo de sorpresa y preocupación la escasa capacidad del yen débil para estimular las exportaciones, que todavía se sitúan un 18% por debajo de los niveles de finales de 2007.

**EE. UU.: IPC**

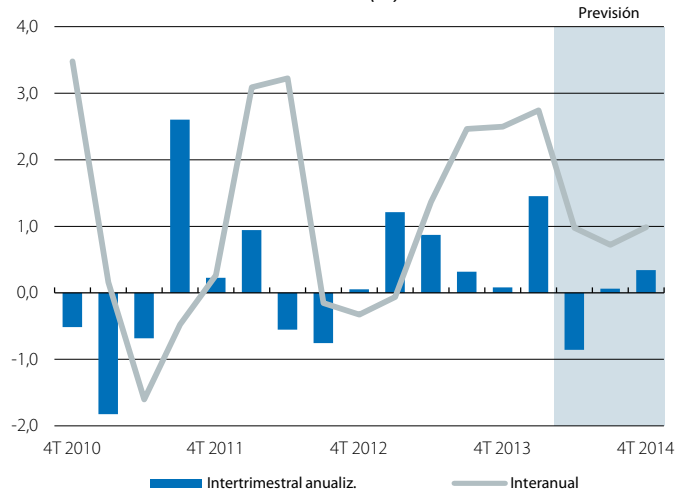
Variación interanual (%)



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

**Japón: PIB**

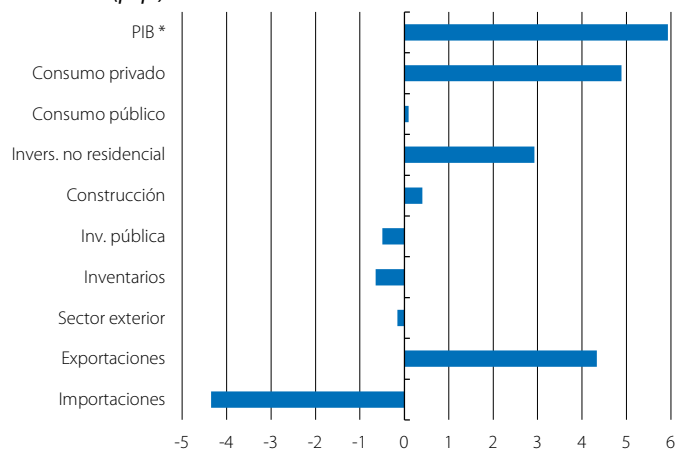
Variación interanual e intertrimestral (%)



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

**Japón: PIB por componentes de demanda**

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



Nota: \* Variación intertrimestral anualizada.

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

En este entorno, los precios sorprenden al alza en abril. Esto podría retrasar la aplicación de medidas expansivas adicionales a cargo del banco central, que pronosticábamos para principios de verano. El IPC de abril aumentó un 3,4% interanual, una cifra anormalmente elevada si la comparamos con el 1,6% interanual de marzo. También aquí es clave el efecto del aumento del IVA en abril. Con todo, el incremento se sitúa por encima de las estimaciones del consenso que ya tenían en cuenta dicho efecto. Por su parte, el índice subyacente (sin energía ni alimentos) avanzó un 2,2% interanual.

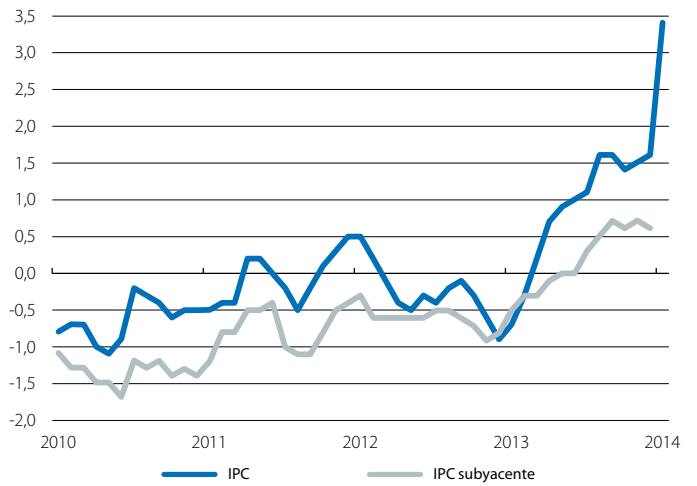
**EMERGENTES**

En China, los últimos indicadores de actividad sustentan el pronóstico de un crecimiento significativo, del 7,5% en 2014. El sector exterior sorprendió favorablemente. En abril, las exportaciones avanzaron un 0,9% interanual, después de dos meses de caídas interanuales. Estas cifras parecen muy pobres frente al avance del 7,9% registrado en 2013, pero hay que tener presente que durante los cuatro primeros meses de 2013 el registro exportador fue anormalmente elevado por factores puntuales (*overinvoicing*), lo que desluce comparativamente las cifras de este año. Por su parte, el índice *flash* del PMI manufacturero elaborado por Markit subió hasta los 49,7 puntos, el máximo en los últimos cinco meses. La mejora ha sido especialmente importante en el componente exportador, lo que ratifica la mejora observada en las exportaciones de abril según la balanza de pagos. Asimismo, el Ejecutivo no ha dudado a la hora de desplegar distintas actuaciones de política económica anticíclica: en el ámbito fiscal (con el aumento del «mini estímulo» anunciado en abril) y en el monetario (con inyecciones de liquidez y reducciones en el coeficiente de caja), entre otras.

Se confirma la disparidad de fortunas entre el resto de grandes emergentes. En positivo, India e Indonesia avanzan en la corrección de sus desequilibrios (déficit por cuenta corriente e inflación). En este contexto, Indonesia creció menos de lo esperado en el 1T 2014, un 5,2% interanual, el menor ritmo en cinco años. El veto gubernamental a las exportaciones mineras con el propósito de priorizar las manufacturas locales explica esta moderación al inicio del año. Por su parte, en la India, la amplia victoria electoral de Narendra Modi ha sido muy bien acogida por los mercados y podría ser clave en el desarrollo de reformas inclusivas para el país. En Latinoamérica, México y Brasil registran datos de crecimiento débiles en el 1T. En particular, México creció un 1,8% interanual, por debajo de las expectativas del consenso, que se situaban en el 2,0%. Dos factores explican este menor registro: la desaceleración de la economía estadounidense en el 1T y la subida impositiva. Sin embargo, unos desequilibrios contenidos y una recuperación del tono estadounidense apoyarán unas perspectivas razonables para la segunda economía de la región (del 2,9% en 2014). Por otro lado, Brasil avanzó un 1,9% interanual, frente al 2,2% del trimestre anterior. En este caso, las perspectivas de crecimiento son menos favorables, en especial, ante unas tensiones inflacionistas que no dan tregua. A pesar de dichas tensiones, el banco central no movió ficha en su última reunión, dejando la tasa SELIC en el 11%.

**Japón: IPC**

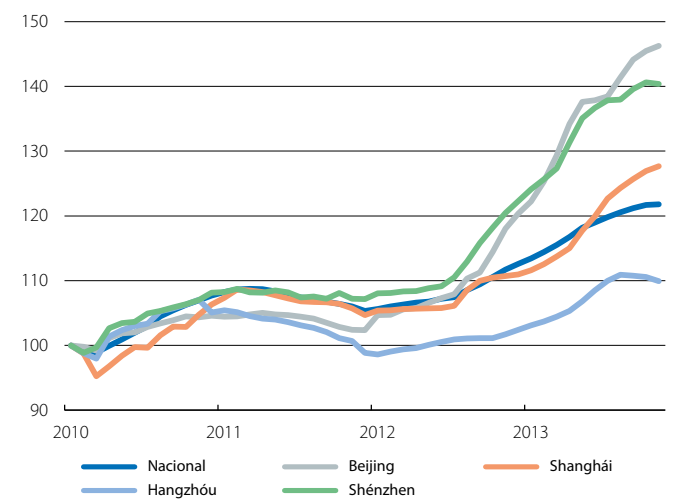
Variación interanual (%)



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

**China: precio de la vivienda**

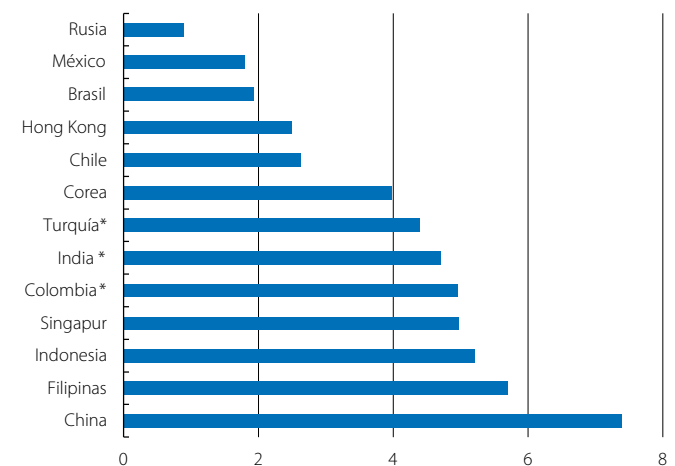
Índice (junio 2010 = 100)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de China Real Estate Index System (CREIS) (SouFun.com).

**Emergentes: crecimiento del PIB en el 1T 2014**

Variación interanual (%)



Nota: \* Datos para el 4T 2013 en lugar del 1T 2014.

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



## FOCUS · Sudáfrica: cómo hacerse un lugar entre los grandes emergentes

El partido del recientemente fallecido Nelson Mandela, el Congreso Nacional Africano (CNA), obtuvo una holgada victoria en las elecciones del pasado 7 de mayo. En consecuencia, Jacob Zuma podrá disfrutar de un segundo mandato como presidente de Sudáfrica. El 62% del voto popular cosechado superó de largo las expectativas, ya que el balance socioeconómico de los primeros cinco años de Zuma presenta logros, pero también importantes lagunas. Su reto en adelante consiste en apuntalar los primeros y remediar las segundas.

Desde el fin del *apartheid* en 1994, el progreso de Sudáfrica ha sido notable. En términos de crecimiento del PIB, el periodo más fructífero fue el comprendido entre 2000 y 2008. La consecuencia de aquellos buenos años es que el nivel de desarrollo es ahora netamente superior al de sus vecinos (la renta per cápita de Sudáfrica es 4,5 veces el promedio del África subsahariana). De hecho, la nueva Sudáfrica se ganó un lugar destacado en el mapamundi económico, con un PIB que aumentó ininterrumpidamente su peso en el total. Simbólicamente, la inicial de su nombre pasó a formar parte del célebre acrónimo «BRICS». El país tiene el sistema financiero más desarrollado del continente africano, con un mercado de capitales profundo y un sistema bancario bien capitalizado. En conjunto, la calidad institucional es homologable a la de las economías avanzadas de Asia, ofreciendo un marco favorable para la inversión extranjera.

Sin embargo, los desequilibrios procedentes de la era del *apartheid* y la incapacidad del Gobierno de Zuma para atajarlos acabaron pasando factura. De un crecimiento promedio del 4,2% en 2000-2008 se pasó al 1,9% en 2009-2013. La enorme desigualdad existente es el factor sobre el que pivotan los principales desequilibrios y debilidades del país. Según los indicadores del Banco Mundial, Sudáfrica encabeza los *rankings* mundiales de desigualdad, por encima de países como Brasil, Chile o Colombia. El fin del *apartheid* no supuso una mejora en este frente, ya que la desigualdad se perpetúa debido a un sistema educativo ineficaz e ineficiente, un mercado laboral disfuncional (que provoca paro elevado y baja productividad), y un marco regulatorio que entorpece la creación de pequeñas y medianas empresas. Esto es especialmente visible en el sector minero. En 2000, Sudáfrica extraía el 11% y el 75% del oro y platino mundiales, respectivamente. La baja productividad extractiva hizo que estas cifras descendiesen al 3,5% y 72% en 2013. Esta reducción explica una parte importante del deterioro del déficit corriente, además de ser una fuente reiterada de conflictividad. Sin ir más lejos, la reciente huelga durante cuatro meses de 70.000 mineros ha supuesto un parón del 40% en la extracción mundial de platino y 870.000 onzas que han dejado de extraerse (equivalentes al 0,4% del PIB sudafricano).

Afortunadamente, la mejora del entorno económico mundial embellecerá los registros macroeconómicos de Sudáfrica a corto plazo (2014-2015): reactivación del PIB, freno del incremento de la inflación y contención del déficit corriente y de la deuda pública. Es deseable que el Gobierno no caiga en la complacencia, sino que aproveche ese contexto para desencallar las palancas verdaderamente importantes a largo plazo: las reformas educativa y del mercado laboral y la eliminación de trabas a la creación de pymes son condiciones esenciales para capitalizar las evidentes fortalezas que posee Sudáfrica (sistema financiero, instituciones, tamaño de mercado). El país tiene a su alcance convertirse en el centro financiero de una África cada vez más atractiva para los inversores internacionales. La victoria de mayo concede una segunda oportunidad a Jacob Zuma, pero no habrá muchas más.

### Sudáfrica: principales indicadores económicos

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

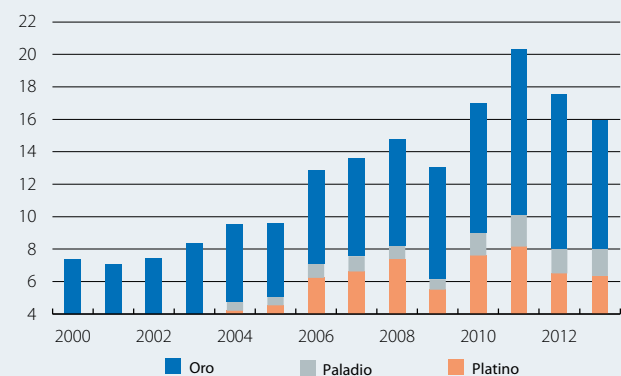
	Prom. 2000-2008	Prom. 2009-2013	2013	2014(p)	2015(p)
PIB real	4,2	1,9	1,9	2,3	2,7
Renta per cápita <sup>1</sup>	8.211	10.659	11.259	11.543	11.899
Renta per cápita África subsahariana <sup>1</sup>	1.753	2.381	2.565	2.673	2.796
Inflación	6,2	5,4	5,4	6,3	5,6
Tasa de paro (% pobl. act.)	25,1	24,6	24,7	24,7	24,7
Saldo público (% PIB)	-0,6	-4,5	-4,3	-4,4	-4,5
Deuda pública (% PIB)	35,1	38,6	45,2	47,3	49,6
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-2,9	-3,9	-5,8	-5,4	-5,3

Nota: (p) 2014 y 2015 son previsiones. 1. Paridad de poder adquisitivo, en dólares internacionales.

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

### Sudáfrica: valor de mercado de la extracción de metales preciosos

(Miles de millones de dólares)



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

## FOCUS · Chile: en busca de la inversión perdida

El desarrollo económico de Chile encara un capítulo importante de lo que hasta ahora ha sido, en muchos aspectos, una historia de éxito. El país no pudo escapar de la recesión global de 2008 y 2009, pero se recuperó con encomiable rapidez: el PIB creció por encima del 5% anual durante el trienio 2010-2012. Además lo hizo bajo unas condiciones poco favorables, ya que a principios de 2011 el precio del cobre empezó a desplegar una tendencia claramente bajista. Cabe recordar que el cobre es la rúbrica más importante de las exportaciones chilenas, acaparando el 60% del total. El factor que explicó la resistencia del crecimiento en un contexto internacional poco favorable fue el comportamiento dinámico de la demanda interna y, en especial, avances entre el 12%-14% de la formación bruta de capital fijo en cada uno de esos tres años. De forma un tanto inesperada, en 2013 ese patrón de crecimiento quedó interrumpido y la inversión apenas progresó un 0,4% anual. ¿Cuáles pueden ser los motivos de este preocupante registro? ¿Su incidencia será pasajera o permanente?

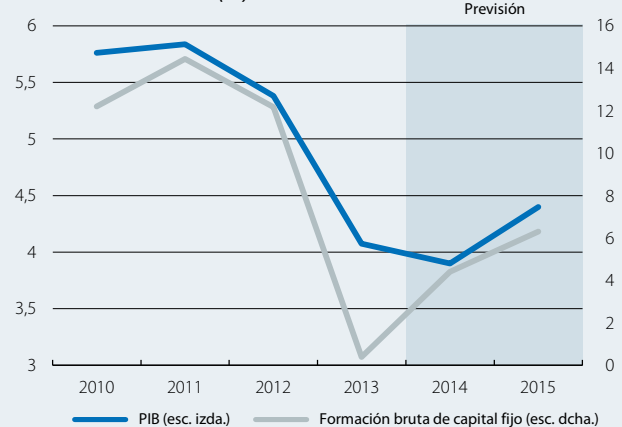
Un primer elemento que penaliza la formación bruta de capital fijo en Chile es la reducción que se está observando a nivel internacional en las inversiones en el sector de las materias primas. Según datos de SNL Metals & Mining, una consultora especializada en el seguimiento del sector de la minería global, en 2013 tuvo lugar una disminución a nivel mundial cercana al 30% en los presupuestos de las grandes corporaciones del sector destinados a proyectos de explotación de metales no férricos (siendo uno de ellos el cobre). Se trata de la respuesta de la industria ante la combinación de menores precios e incertidumbre sobre la demanda en muchos países. A este factor adverso de origen externo se suma un elemento interno propio: la inseguridad que ha rodeado el relevo político del centro-derecha por el centro-izquierda. El proceso electoral ha generado dudas no tanto por el resultado en sí mismo (la victoria de Michelle Bachelet había sido ampliamente pronosticada), sino por lo que representa para el rumbo de la política económica. En particular, el empresariado ha manifestado preocupación por la reforma fiscal. El objetivo de la propuesta legislativa sobre esta materia (actualmente a punto de ser aprobada en el Senado chileno) es conseguir un aumento anual de recaudación equivalente al 3% del PIB que tendrá como finalidad fundamental financiar la educación superior. Según el proyecto, las principales fuentes de incremento de recaudación serán el aumento del impuesto sobre sociedades (del actual 20% al 27% en 2017) y la eliminación de créditos fiscales a la inversión.

En esta tesitura, ¿qué cabe esperar en materia de dinámica de la inversión para los próximos años? No prevemos excesivos cambios de la primera de las anteriores tendencias depresoras de la inversión, la fase bajista del ciclo inversor

mundial de la minería. En cambio, estimamos muy probable que la incertidumbre derivada del cambio de política económica se vaya reduciendo a medida que avance ya este primer año de legislatura. Chile sigue siendo el país de América Latina con un mejor entorno institucional y una estabilidad macroeconómica más asentada. La experiencia de la primera presidencia de Bachelet, durante la que se mostró sensible al cuidado del marco institucional, mitiga el riesgo de que una agenda reformista de tintes excesivamente intervencionistas altere este factor clave de competitividad. Ello debería permitir que en 2014 y, especialmente, en 2015 la inversión vuelva a crecer de forma aceptable, a tasas superiores al 5% anual. Esta recuperación inversora, junto con otros factores de impulso a corto plazo (la depreciación del peso, que estimulará las exportaciones, o la relajación monetaria en un contexto de inflación moderada), facilitarán que, tras un 2014 relativamente circunspecto, en 2015 la economía pueda volver a crecer cerca del 4,5%.

### Chile: PIB e inversión

Variación interanual (%)



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

### Chile: principales indicadores macroeconómicos

	2013	2014 (p)	2015 (p)
IPC (% final de año)	3,0	3,0	3,1
Cuenta corriente (% PIB)	-3,4	-3,3	-2,8
Saldo fiscal (% PIB)	-0,7	-1,1	-0,9
Deuda pública (% PIB)	12,2	12,6	13,5

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream, FMI y Banco Central de Chile.

## 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	1T 2014	04/14	05/14
<b>Actividad</b>								
PIB real	2,8	1,9	1,6	2,0	2,6	2,0	-	...
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	4,2	3,6	3,8	3,7	3,6	2,3	3,1	...
Confianza del consumidor (valor)	67,1	73,2	75,1	81,0	74,0	80,5	81,7	83,0
Producción industrial	3,8	2,9	2,5	2,7	3,3	3,4	3,5	...
Índice actividad manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	50,8	55,7	56,7	52,7	54,9	...
Viviendas iniciadas (miles)	783,8	929,7	865	882	1.025	924	1.072	...
Case-Shiller precio vivienda 2ª mano (valor)	141,3	158,2	156	161	165	170	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,5	7,2	7,0	6,7	6,3	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,6	58,6	58,7	58,6	58,5	58,8	58,9	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-3,3	-2,8	-3,0	-2,9	-2,8	-2,8	...	...
<b>Precios</b>								
Precios de consumo	2,1	1,5	1,4	1,6	1,2	1,4	2,0	...
Precios de consumo subyacente	2,1	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,8	...

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	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14
<b>Actividad</b>							
PIB real	1,4	1,6	1,4	2,5	2,5	2,7	-
Confianza del consumidor (valor)	40,0	43,6	44,7	44,0	41,7	38,8	37,0
Producción industrial	0,2	-0,6	-3,0	2,0	5,8	8,3	4,1
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	-5,0	6,0	4,0	12,0	16,0	17,0	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	4,3	4,0	4,0	4,0	3,9	3,6	3,6
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	-1,4	-2,4	-1,9	-2,1	-2,4	-2,8	-2,8
<b>Precios</b>							
Precios de consumo	0,0	0,4	-0,3	0,9	1,4	1,5	3,4
Precios de consumo subyacente	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	0,5	0,6	2,2

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	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14
<b>Actividad</b>							
PIB real	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	7,4	-
Ventas al por menor	14,3	13,1	12,6	12,8	13,0	13,1	11,9
Producción industrial	10,0	9,9	9,1	10,1	10,0	0,0	8,7
PMI manufacturas (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,5	50,8	51,3	50,3	50,4
<b>Sector exterior</b>							
Balanza comercial <sup>1</sup> (valor)	230	260	269	252	260	234	235
Exportaciones	8,0	7,9	3,8	3,9	7,4	-3,4	0,9
Importaciones	4,3	7,3	5,0	8,4	7,1	1,7	0,8
<b>Precios</b>							
Precios de consumo	2,7	2,6	2,4	2,8	2,9	2,3	1,8
Tipo de interés de referencia <sup>2</sup> (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi por dólar (valor)	6,3	6,1	6,2	6,1	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 · Recuperación, pero a distintas velocidades

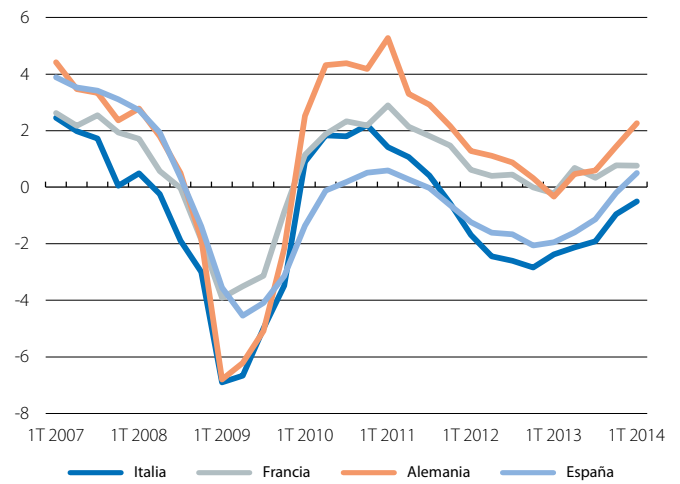
**La recuperación de la eurozona avanza a buen ritmo.** Después de la doble recesión que ha golpeado la eurozona desde 2008, los signos de recuperación parecen duraderos: ganando fuerza y esparciéndose entre los países de la región. Los datos de crecimiento del PIB del 1T apuntan a una incipiente y heterogénea recuperación económica, destacando diferencias sustanciales entre las distintas economías. En cuanto a la composición de dicho crecimiento, se une al sector exterior una demanda interna que cada vez gana mayor fuerza, con mejoras notorias tanto en el consumo privado como en la inversión, lo que llevará a la región a un crecimiento más sostenido y equilibrado. El eslabón débil del cuadro macroeconómico europeo sigue siendo la inflación. Es por ello que todas las miradas se centran en el Banco Central Europeo (BCE) y, sobre todo, en cómo gestionará las expectativas que ha ido creando durante los últimos meses.

**Aumentan las diferencias entre las principales economías de la eurozona.** El PIB de la eurozona creció en el 1T 2014 un 0,2% intertrimestral, aunque las diferencias entre países son muy significativas. Sobresale el sorprendente avance del PIB de Alemania, con un 0,8% respecto al trimestre anterior, y de España, donde creció un 0,4%, mostrando cierta solidez en su recuperación económica. En el lado opuesto, destacan Francia e Italia, que volvieron a ofrecer registros peores de lo esperado, con un crecimiento nulo para los franceses y todavía en contracción para los italianos (-0,1% intertrimestral). Dichos resultados alimentan las dudas sobre la capacidad de crecimiento de estos dos países a medio plazo y el escepticismo en torno a las reformas estructurales implementadas y aquellas pendientes para reactivar el crecimiento de sus respectivas economías. Esta tendencia es también observada por la Comisión Europea (CE) en su informe de primavera. En sus previsiones de crecimiento para 2014 y 2015 se detectan claramente distintas velocidades entre los países de la eurozona. De cara a 2014, España crecerá a niveles similares a los de Francia, por delante de Italia. Para 2015 ya se espera que España crezca por encima de estas dos economías y a niveles cercanos a los de Alemania.

**Los indicadores de actividad y confianza del 2T también dibujan un escenario de recuperación con importantes diferencias entre países.** El índice PMI compuesto se mantuvo por encima de los 50 puntos tanto en Alemania como en España, alrededor de los 56 puntos, concretamente. Italia se encuentra algo rezagada, en los 52,6 puntos. En Francia, en cambio, el índice PMI volvió a situarse por debajo del umbral de los 50 puntos, cifra a partir de la cual se suelen registrar tasas de crecimiento negativas. El índice de sentimiento económico que elabora la CE ofrece un escenario muy similar, con avances notables para el conjunto de la eurozona en general, y en España y Alemania en particular, mientras que en Francia

### Crecimiento del PIB

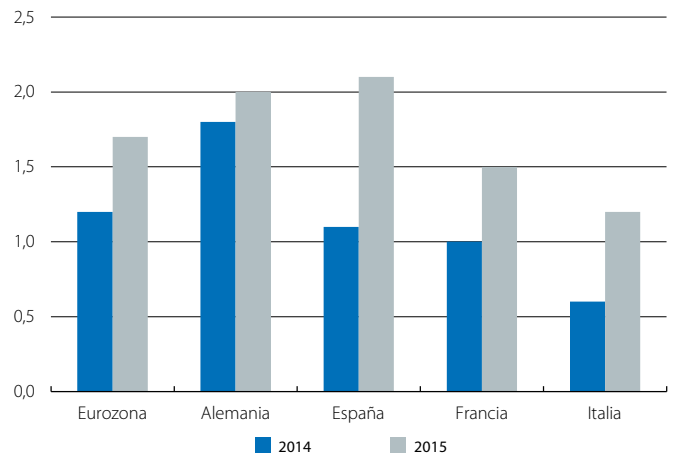
Variación interanual (%)



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

### Previsiones del crecimiento del PIB de la Comisión Europea

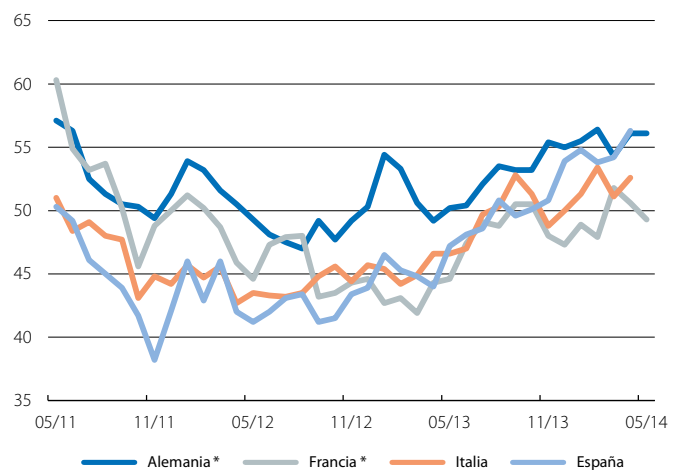
Variación interanual (%)



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

### Índice PMI compuesto

(Índice)



Nota: \* Último dato corresponde al avance PMI compuesto de mayo.

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

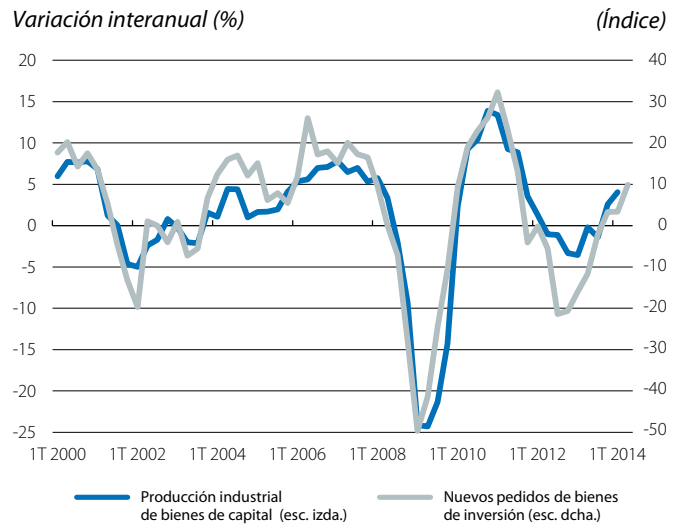
dicho índice retrocede por cuarto mes consecutivo. Si las diferencias entre las dos principales economías de la región se mantienen, o incluso aumentan, en los próximos trimestres se podrían generar tensiones en aspectos clave de política económica comunitaria.

**La inversión, factor clave de la recuperación.** En el conjunto de la eurozona, la inversión lleva tres trimestres consecutivos marcando tasas de crecimiento intertrimestrales positivas, aunque fue en el 4T 2013 cuando empezó a ganar tracción, marcando un aumento del 1,0%. Varios indicadores avanzados, como la producción industrial de bienes de inversión y los nuevos pedidos de estos bienes, sugieren que la tendencia alcista se mantuvo en el 1T 2014 y que seguirá ganando fuerza a corto y a medio plazo. Para el conjunto del año y para 2015, la CE augura una mejoría notable, del 2,3% y 4,2% interanual, respectivamente. La mejoría de la confianza de los distintos agentes, la menor incertidumbre que rodea la crisis de deuda soberana y una gradual normalización de las condiciones crediticias son los principales factores sobre los que descansa la previsión de la CE, aunque también reconoce que los factores de riesgo siguen siendo numerosos.

**La mejora del consumo de los hogares, cada vez más convincente.** Como la inversión, el consumo de los hogares empezó a registrar tasas de crecimiento positivas en el 2T 2013. Sin embargo, a diferencia de la inversión, la recuperación del consumo fue muy modesta hasta el 4T 2013 (último dato disponible), con un ritmo de avance que apenas alcanzó el 0,1% intertrimestral en promedio. De todas formas, los últimos indicadores avanzados sugieren que el ritmo de crecimiento podría estar empezando a aumentar. Un claro ejemplo de ello son las ventas minoristas, que en marzo anotaron un avance del 1,3% interanual, consolidando así una tendencia claramente ascendente. En conjunto, por tanto, la demanda interna parece que va ganando tracción y va reequilibrando las fuentes de crecimiento de la eurozona, hasta la fecha muy dependiente de la evolución del sector exterior.

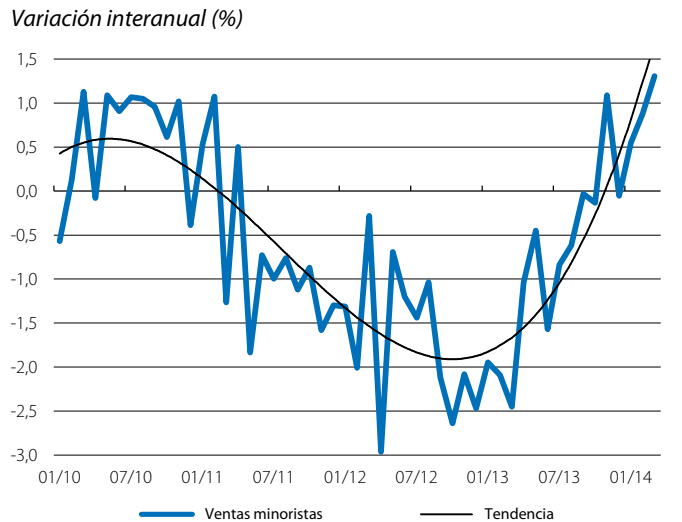
**La economía alemana sigue liderando la recuperación económica europea.** Las dinámicas antes destacadas para el conjunto de la eurozona, impulso de la demanda doméstica en general, y de la inversión en particular, son especialmente notorias en la economía alemana, para la que ya se conoce el detalle del PIB del 1T 2014. El ritmo de avance del PIB alcanzó el 2,3% interanual, y la inversión y el consumo de los hogares crecieron un 6,6% y un 1,4%, respectivamente. El mayor dinamismo de la demanda interna se tradujo en un repunte de las importaciones, hasta el punto de que la contribución del sector exterior al crecimiento fue nula. Un hecho de especial relevancia, tratándose de la economía germana, que hasta la fecha ha contado con el sector exterior como principal impulsor del PIB. Los últimos indicadores de más alta frecuencia, que en general han sido muy positivos, junto con los buenos datos de crecimiento del 1T 2014, es probable que propicien una revisión al alza del crecimiento previsto para la economía germana en 2014, que actualmente el consenso de analistas sitúa en el 1,9%.

**Eurozona: indicadores de actividad**



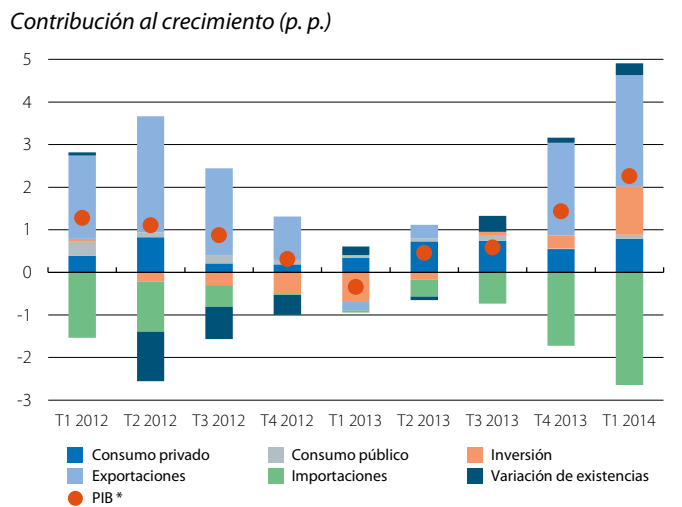
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

**Eurozona: ventas minoristas**



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

**Alemania: crecimiento del PIB**



Nota: \* Variación interanual (%). Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Destatis.

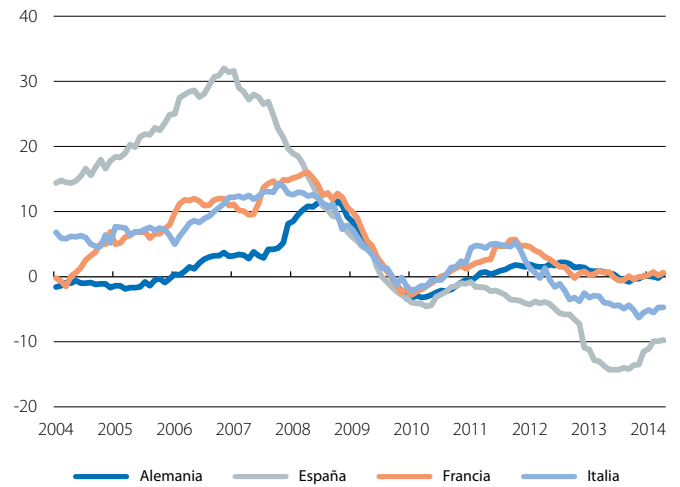
**La reactivación del crédito sigue siendo la asignatura pendiente de la eurozona.** La situación de la deuda soberana y corporativa ha mejorado notablemente durante los últimos meses, pero el crédito bancario apenas ha progresado y la fragmentación entre los países del centro y la periferia sigue siendo elevada. Con mayor o menor intensidad en función del país, se distinguen tanto factores de oferta como de demanda que dificultan una mayor fluidez del crédito. A pesar de la incipiente recuperación económica, la capacidad crediticia de la demanda sigue atenazada por la delicada situación en la que muchas empresas y familias siguen envueltas. Aunque las perspectivas han mejorado notablemente, el proceso de desapalancamiento que muchas de ellas deben llevar a cabo hace que la recuperación de la capacidad crediticia de la demanda sea especialmente lenta. Tampoco las condiciones que rodean la oferta de crédito son las óptimas. La incertidumbre que rodea el lanzamiento del Mecanismo Único de Supervisión y, sobre todo, los detalles sobre los test de estrés y el AQR que la banca europea debe superar, hacen que la máxima prudencia siga guiando la concesión de crédito.

**Los bajos niveles de inflación siguen presionando al BCE.** Lejos de iniciar una tendencia alcista, el riesgo de que la inflación se mantenga en el nivel actual, o que descienda todavía más, ha aumentado. En abril, la tasa de variación interanual del IPC armonizado se situó en el 0,7%, 2 décimas por encima del registro de marzo. De todas formas, es probable que en mayo vuelva a recaer ya que los registros para España e Italia para ese mes, que ya se conocen, han sorprendido notablemente a la baja. Estas bajas tasas de inflación se están produciendo desde finales de 2013 y son debidas tanto a factores domésticos, un elevado exceso de capacidad productiva y ajustes salariales en muchos de los países de la periferia, como a factores externos, precio del petróleo relativamente estable y una apreciación del euro que también presiona a la baja la inflación (véase focus «Los efectos de la apreciación del euro» en este mismo Informe Mensual). Por todo ello, desde hace meses las miradas se centran en el BCE.

**El BCE, hacia una nueva ronda de estímulos monetarios.** La máxima institución monetaria de la eurozona sigue preocupada por el mantenimiento de la inflación en cotas anormalmente bajas y apunta a la lentitud con la que se está desarrollando la recuperación del crédito como uno de los principales responsables de esta situación. Es por ello que desde hace unos meses Mario Draghi ha ido modificando el tono de su discurso en sus comparecencias públicas, haciendo cada vez más hincapié en las distintas herramientas que el BCE tiene a su disposición y, sobre todo, su disposición a utilizarlas. Llegados a este punto, el gran reto que ahora debe afrontar el BCE es administrar cuidadosamente las expectativas que él mismo ha generado y que mantienen la rentabilidad de la deuda pública y corporativa en niveles extremadamente bajos. Como el propio BCE recuerda en el último Informe de Estabilidad Financiera, estos niveles son muy frágiles y podrían repuntar súbitamente ante cambios en el apetito global por el riesgo o si las expectativas generadas defraudan. Un equilibrio delicado al que el BCE deberá dedicar mucha atención en los próximos meses.

**Saldo de crédito a empresas no financieras**

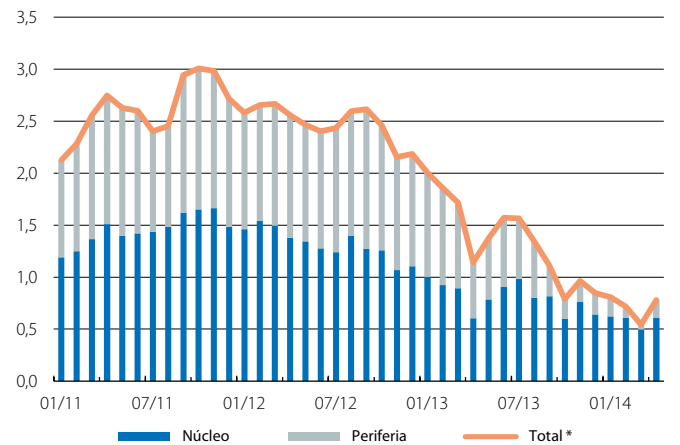
Variación interanual (%)



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

**Eurozona: IPC armonizado**

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

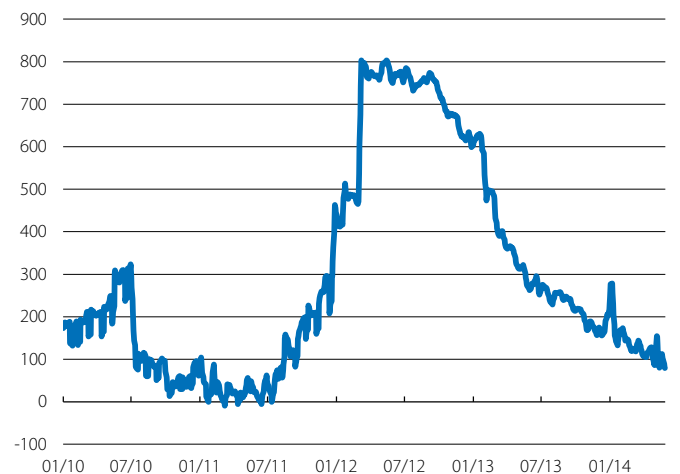


Nota: \* Variación interanual (%). Los países que forman la periferia son Italia y España, y el núcleo, Francia y Alemania.

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

**Eurozona: exceso de liquidez**

(Miles de millones de euros)



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

## FOCUS · Los efectos de la apreciación del euro

En la última reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), Mario Draghi mostró preocupación sobre la persistente apreciación de la moneda comunitaria (que llegó a cotizar en esa semana a 1,38 dólares por euro, cifra máxima desde 2011). Ante el posible impacto de la fortaleza del euro en la estabilidad de precios y el crecimiento económico de la región, el presidente dejó entrever la inminente intervención por parte de la institución con medidas de estímulo monetario. La reacción de los mercados no se hizo esperar y el euro se depreció un 2,2% respecto al dólar en un mes. De todas formas, desde varias capitales europeas, crecía la preocupación sobre la fortaleza de la divisa y el efecto dañino de esta sobre su capacidad exportadora. Con todo ello, y en el contexto actual de bajos niveles de inflación y una demanda doméstica todavía débil, es de gran relevancia analizar el impacto real de los movimientos del tipo de cambio del euro en la economía de la eurozona.

El principal canal a través del cual las fluctuaciones en el tipo de cambio afectan la economía es mediante su impacto en los precios. Este se produce a través de dos efectos opuestos: por un lado, un euro apreciado encarece las exportaciones, lo que origina una pérdida de competitividad respecto a los otros competidores y, por tanto, una reducción del volumen de exportaciones. Pero, por otro lado, una mayor fortaleza del euro disminuye los precios de las importaciones, lo que revierte en una reducción de los costes de todos aquellos bienes intermedios que son importados (por ejemplo, el petróleo y otras materias primas). La combinación de estos dos efectos opuestos<sup>1</sup> y la capacidad de las empresas para variar el margen con el que operan hacen que el impacto del tipo de cambio del euro no se traslade íntegramente a los precios de las exportaciones, sino que este sea menor y, por tanto, que el impacto final en el volumen de exportaciones también se reduzca.

Dado que el principal motor de crecimiento durante la crisis ha sido el sector exterior, podría parecer que las preocupaciones en torno a la fortaleza del euro están fundamentadas, aunque es preciso cuantificar el impacto económico real para extraer conclusiones. Desde enero de 2013, se ha producido una apreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro de aproximadamente un 5,0%. Con base en un estudio del BCE,<sup>2</sup> un incremento de esta magnitud reduce las exportaciones en 0,6 p. p. en

el primer año y en cerca de 1,0 p. p. acumulado a largo plazo. Dado que las exportaciones de bienes y servicios para la región crecieron un 2,8% en el 4T 2013, el efecto de la apreciación del euro no parece menor, aunque tampoco es determinante.

En cuanto al impacto en el IPC, este parece ganar relevancia en la actualidad, dado que el exceso de capacidad productiva y los bajos precios de las materias primas han presionado a la baja la inflación, elevando el riesgo de deflación en toda la región. El aumento del tipo de cambio se traslada a los precios de los consumidores, principalmente, vía un abaratamiento del precio de las importaciones. Haciendo un análisis similar al anterior, una apreciación del euro del 5,0% presiona a la baja la inflación en 0,1 p. p. el primer año y alrededor de 0,6 p. p. a largo plazo. Por tanto, el efecto que potencialmente puede tener una apreciación sostenida del euro no parece menor, especialmente si tenemos en cuenta que la tasa de inflación actualmente se encuentra en niveles muy bajos. El BCE hace lo correcto vigilando de cerca la evolución del tipo de cambio.

### Eurozona: tipo de cambio efectivo nominal del euro \*

(Índice)



**Nota:** \* Se calcula como la media de las cotizaciones del euro con las divisas de sus principales socios comerciales ponderada por el volumen de exportaciones hacia estos países.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Fondo Monetario Internacional.

1. Dependiendo del contenido importador de las exportaciones, se podrá traspasar parte de la ganancia en los *inputs* (abaratamiento de las importaciones) a un menor precio del *output*, manteniendo márgenes.

2. Véase Mauro, Ruffer Bonda, «The changing role of exchange rate in a globalised economy», BCE Occasional paper series (2008).

## FOCUS · Política monetaria en Suecia: ¿una buena referencia?

La política monetaria que los principales países desarrollados deben llevar a cabo sigue generando un intenso e interesante debate. En EE. UU. y el Reino Unido, el crecimiento del PIB se encuentra por encima del 2% y ya se discute abiertamente cuál es el momento idóneo para empezar a subir el tipo de interés. En la eurozona, hace meses que la liquidez inyectada durante los últimos años se ha ido drenando, pero la debilidad del crecimiento y los bajos niveles de inflación presionan al BCE para que siga tomando medidas que aseguren el proceso de recuperación. Aunque las herramientas de política monetaria que se han utilizado durante los últimos años son, en muchos casos, nuevas, el debate de fondo no ha cambiado. Por un lado se teme que un endurecimiento demasiado temprano de la política monetaria descarrile el proceso de recuperación y, por el otro, que una prolongación excesiva de las condiciones monetarias laxas genere nuevas burbujas en determinados activos reales o financieros.

La extraordinaria situación de los últimos años obligó a los bancos centrales a tomar medidas novedosas sin poder contar con el apoyo de teorías ampliamente aceptadas. En ese contexto, hasta cierto punto desconcertante, disponer de referentes a partir de los cuales defender una medida puede ser de gran ayuda. Y esto es lo que se ha pretendido con el caso del Riksbank, el banco central de Suecia, cuya actuación ha generado un vivo debate. El punto de desencuentro: las consecuencias que ha tenido sobre la economía sueca la subida de tipos de interés que el Riksbank efectuó entre junio de 2010 y julio de 2011. Para el premio Nobel de Economía Paul Krugman, esta actuación ha llevado a Suecia a la deflación y, por tanto, es una muestra de lo que podría suceder si el BCE o la Fed se precipitaran al endurecer la política monetaria. Analicémoslo con un poco de detalle.

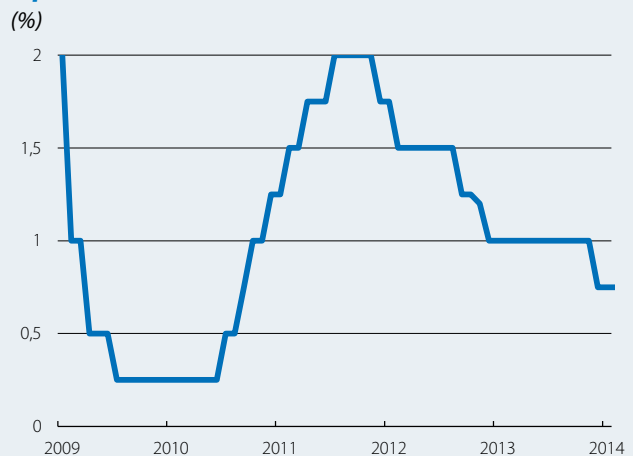
La economía sueca, como la de los principales países desarrollados, también sufrió la crisis global en 2009. El Riksbank, que tiene como mandato mantener la tasa de inflación alrededor del 2%, respondió bajando el tipo de interés de referencia hasta el 0,50% y manteniéndolo en este nivel hasta junio de 2010. En aquel momento, hacía dos trimestres que la economía sueca había salido de la recesión y el consenso de analistas situaba la tasa de crecimiento de 2011 en el 2,6% y la inflación en el 2,1%. Ante esta tesitura, el Riksbank decidió empezar a subir el tipo de interés, una tendencia que sostuvo hasta julio de 2011, cuando llevó a cabo el último aumento y lo dejó en el 2,00%.

Entre junio de 2010 y junio de 2011, las perspectivas de crecimiento e inflación para 2011 incrementaron notablemente, hasta situarse en el 4,4% y 3,1%, respectivamente. Si tenemos en cuenta que el efecto de un aumento del tipo de interés sobre el crecimiento del PIB o sobre la inflación tarda aproximadamente tres trimestres en materializarse,

parece extraño que tras las subidas del tipo de interés que efectuó el Riksbank, las expectativas de crecimiento, en vez de descender, ascendieran. De hecho, no fue hasta el verano de 2011 que empezaron a disminuir. Ese fue el momento, precisamente, en el que la eurozona entró de nuevo en recesión a tenor del recrudescimiento de la crisis de deuda soberana. Una crisis de la que Suecia no se mantuvo al margen (las exportaciones de bienes y servicios representan el 50% del PIB, y las exportaciones de bienes a la eurozona constituyen el 40% del total).

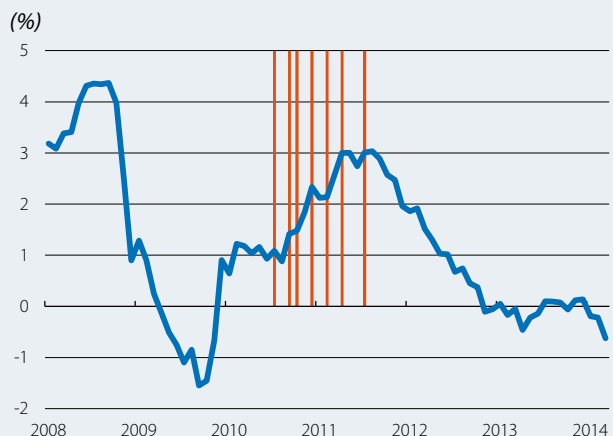
Es cierto, por tanto, que la decisión del Riksbank de subir los tipos de interés en junio de 2010 es discutible. Para el debate, además de los argumentos antes mencionados, se deberían considerar también otros aspectos como la estabilidad financiera o la capacidad ociosa de la economía. Pero no es obvio que la actuación del Riksbank fuera la causante de la recaída de la economía sueca y de la actual deflación.

### Tipo de interés de referencia del Riksbank



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

### Tasa de inflación



Nota: Las columnas rojas indican cuándo se subieron los tipos de interés. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Riksbank.



## PRINCIPALES INDICADORES

### Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
Ventas al por menor ( <i>variación interanual</i> )	-1,6	-0,9	-1,0	-0,4	0,3	0,9	...	...
Producción industrial ( <i>variación interanual</i> )	-2,5	-0,7	-1,1	-1,1	1,5	1,1	...	...
Confianza del consumidor	-22,1	-18,6	-20,8	-15,9	-14,4	-11,2	-8,6	-7,1
Sentimiento económico	90,8	93,8	90,2	95,3	99,1	101,6	102,0	102,7
PMI manufacturas	46,2	49,6	47,9	50,9	51,9	53,4	53,4	...
PMI servicios	47,6	49,3	47,5	50,9	51,3	52,1	53,1	...
<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	12,0	11,9	11,8	...	...
Alemania (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,3	5,3	5,2	5,1	...	...
Francia (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,3	10,3	10,2	10,4	...	...
Italia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,1	12,3	12,6	12,7	...	...
España (% pobl. activa)	24,8	26,1	26,2	26,1	25,8	25,4	...	...

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	04/14
<b>Saldo corriente: zona del euro</b>	1,6	2,7	2,3	2,4	2,7	2,8	2,9	2,8	...
Alemania	7,4	7,5	7,5	7,4	7,5	7,7	7,6	7,5	...
Francia	-2,1	-1,3	-1,5	-1,6	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	...
Italia	-0,3	1,0	0,4	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	...
España	-1,2	0,8	0,4	0,8	0,8	0,7	0,7	0,4	...
<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	104,5

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

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

### Financiación y depósitos de los sectores no financieros

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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14	04/14
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>1</sup>	-0,3	-2,3	-2,2	-2,8	-2,9	-2,8	-3,1	-3,1	-2,7
Crédito a hogares <sup>1,2</sup>	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,4	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	2,3	...
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	2,8	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	4,1	7,9	9,3	7,6	6,6	6,2	6,2	5,4	5,2
Otros depósitos a corto plazo	2,0	0,0	0,1	0,3	-1,5	-2,5	-2,6	-2,3	-2,3
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-15,5	-17,2	-16,8	-13,7	-12,4	-14,6	-15,2
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	1,6	...

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

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

## COYUNTURA · La demanda interna se suma al crecimiento en España

**Creciente confianza en una recuperación sostenida.** La Comisión Europea (CE) se sumó a la mejora generalizada de las perspectivas de crecimiento de España para 2014 y 2015. El favorable progreso de los indicadores económicos de los últimos meses y los avances en la corrección de los principales desequilibrios acumulados durante los años anteriores a la crisis ha permitido entrar en una etapa de mayor optimismo. La mejora de la actividad empieza a hacer mella en el mercado laboral, lo que ha llevado a la CE a elevar también su previsión de creación de empleo. El ascenso de la confianza del consumidor y de la actividad industrial señala que la demanda interna explica el reciente brío de la economía española. Aunque el rol del sector exterior seguirá siendo decisivo, el impulso del consumo y la inversión generará un crecimiento más equilibrado.

**Se confirma el despertar de la demanda interna.** Según el INE, la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,4% en el 1T del año (0,2% en el 4T 2013). La tasa interanual se situó en el 0,5%, 1 décima por debajo de lo anunciado en la primera estimación. Los datos avanzados de consumo e inversión ya apuntaban a un mayor dinamismo de la demanda interna durante los primeros meses del año y las estimaciones del INE han validado esta teoría. Efectivamente, la contribución de la demanda interna al crecimiento agregado fue de 0,7 p. p. en el 1T 2014, mientras que la externa restó 0,2 p. p. a la tasa de variación interanual del PIB. Se rompe así la tendencia de los últimos trimestres, en la que el sector exterior era el único pilar sobre el cual se sustentaba la recuperación. La escalada de la confianza del consumidor hasta los -6,7 puntos en mayo, una cifra notablemente superior al promedio histórico, señala que el consumo privado seguirá siendo un factor determinante de la reactivación de la economía en el 2T 2014. No obstante, el nuevo retroceso de la remuneración por asalariado durante el 1T del año indica que será difícil que el consumo privado siga avanzando al mismo ritmo (0,5% intertrimestral en promedio desde el 3T 2013). Un aspecto favorable de la composición del crecimiento en el 1T 2014 ha sido el buen papel de la inversión en bienes de equipo. Los niveles elevados del excedente bruto de explotación de las empresas españolas probablemente ayudarán a mantener el sólido crecimiento de la inversión en bienes de equipo registrado desde principios de 2013.

**La actividad económica avanza a buen ritmo.** Los primeros indicadores para el 2T son alentadores y sugieren que el ritmo de crecimiento del PIB está siendo similar al del 1T 2014 o incluso que podría ser superior. El índice PMI compuesto de abril aumentó hasta los 56,3 puntos. Destaca el fuerte avance del índice en el sector servicios, que se situó en los 56,5 puntos, un nivel que no alcanzaba desde 2007. Se espera que la producción industrial mantenga la tónica ascendente reciente, a juzgar por el incremento de los pedidos industriales de marzo, del 3,1% interanual en conjunto y del 19,5% en los bienes de equipo. Ello apunta de nuevo a que la inversión ganará protagonismo en el proceso de recuperación de la economía.

### Cambio en las previsiones de la Comisión Europea

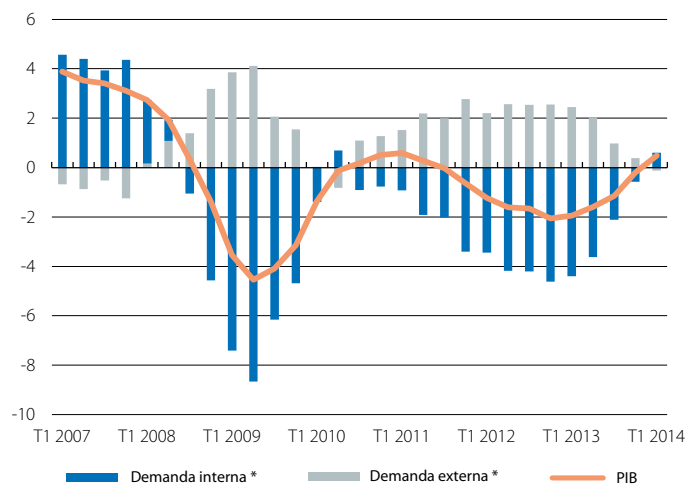
Variación interanual (%), salvo indicación expresa

	Primavera 2014		Invierno 2013	
	2014	2015	2014	2015
Crecimiento del PIB	1,1	2,1	1,0	1,7
Tasa de paro (% pobl. activa)	25,5	24,0	25,7	24,6
Empleo	0,4	1,2	0,1	1,1
IPC	0,1	0,8	0,3	0,9
Saldo cuenta corriente (% PIB)	1,4	1,5	1,6	1,8
Saldo público (% PIB)	-5,6	-6,1	-5,8	-6,5
Deuda pública (% PIB)	100,2	103,8	98,9	103,3

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

### Evolución del PIB

Variación interanual (%)

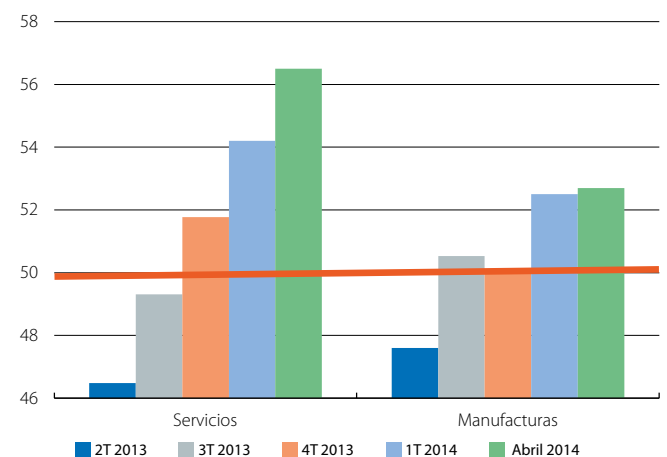


Nota: \* Contribución al crecimiento en puntos porcentuales.

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

### Indicadores de actividad

Índice PMI (valor)



Nota: Valores superiores a 50 puntos suelen ir relacionados con tasas de crecimiento positivo del PIB.

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

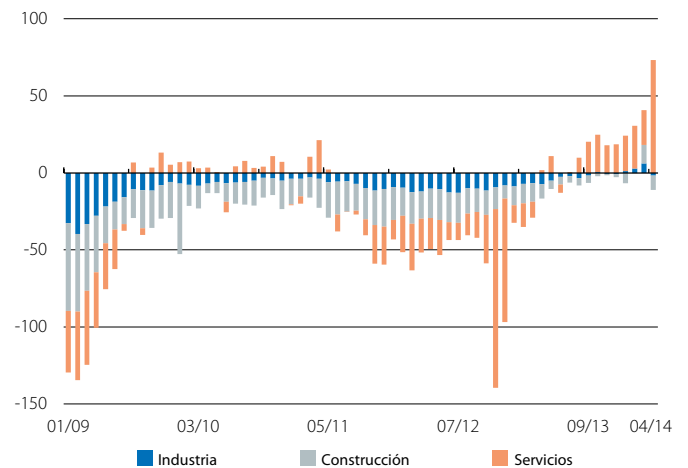
**Los datos de abril reafirman la recuperación del mercado laboral.** El número de afiliados a la Seguridad Social creció por octavo mes consecutivo, en 61.111 personas, una vez corregido el efecto estacional. Destaca especialmente el impulso del empleo en el sector servicios, incluso si descontamos el factor positivo que supone Semana Santa. Las cifras de contabilidad nacional muestran también que el mercado laboral creó ocupación en el 1T 2014, con un avance del 0,1% intertrimestral en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, lo que matiza los datos hasta cierto punto decepcionantes de la EPA para este trimestre. Las expectativas de creación de empleo durante los tres próximos meses recogidas en las encuestas de opinión de la Comisión Europea apuntan a que el ritmo de reactivación del mercado laboral se acelerará ligeramente. La tendencia ascendente es muy evidente en el sector servicios, cuyo promedio para abril y mayo se sitúa por encima del dato del 1T 2014. Este mejor comportamiento del mercado laboral debería apoyar el consumo, y ello nos induce a pensar que el riesgo de deflación es limitado a pesar de las bajas tasas de inflación (0,2% en abril según el avance del INE). Con todo, el debate sobre la probabilidad de deflación permanecerá a corto plazo porque la tasa de inflación seguirá baja.

**El sector inmobiliario entra en fase de estabilización.** El mejor comportamiento del mercado laboral y la menor incertidumbre del entorno económico están permitiendo abandonar la etapa contractiva del mercado inmobiliario en la que los precios y las ventas caían abruptamente. Los datos muestran los primeros signos de recuperación de la demanda de viviendas, ya que el número de compraventas aumentó un 22,8% interanual en marzo y puso fin a diez meses de descensos consecutivos. Este elevado crecimiento se debe, en parte, a la escasa demanda de viviendas durante los primeros meses de 2013, tras el fin de los incentivos fiscales a la adquisición de inmuebles. Aun así, la mejora sostenida del índice de intención de compra de viviendas anticipa un mayor pulso de la demanda en los próximos meses. Por lo que respecta a la evolución de los precios de la vivienda, el ritmo de contracción de estos se desaceleró en el 1T 2014 hasta el -0,5% intertrimestral (frente al -1,9% intertrimestral del trimestre anterior). Desde el máximo, en marzo de 2008, el precio de la vivienda ya acumula una caída del 37,2% en términos reales. La corrección del sector inmobiliario está cada vez más cerca de su fin.

**Dudas sobre la sostenibilidad del superávit comercial.** El creciente vigor de la demanda interna ha provocado en el 1T 2014 un repunte notable de las importaciones en términos reales (12,7% frente al 3,0% de las exportaciones), según los registros de Aduanas. Si esta elevada reacción de las importaciones a aumentos de la demanda interna persiste, podría acabar menguando la aportación del sector exterior al crecimiento y deshaciendo el superávit comercial alcanzado. Con todo, parte de este repunte de las importaciones se debe a factores temporales como podría ser el significativo aumento de las ventas de automóviles durante los últimos meses, motivadas por el plan PIVE, o la regeneración de los stocks por las mejores perspectivas económicas, por lo que seguimos creyendo que el superávit comercial seguirá mejorando a medio plazo.

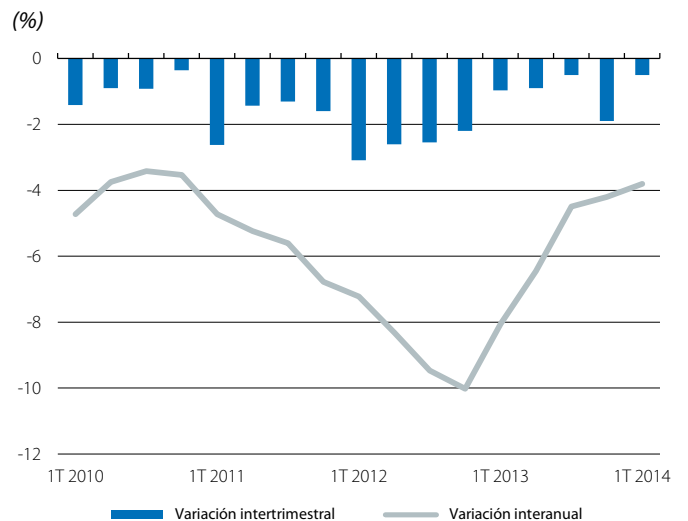
**Evolución del empleo**

Variación intermensual, datos desestacionalizados (miles)



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

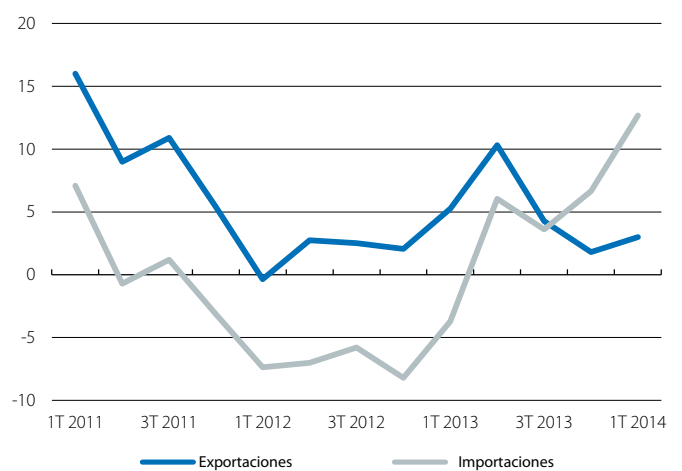
**Precio de la vivienda**



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

**Evolución del comercio de bienes**

Variación interanual (%)



Nota: Exportaciones e importaciones en términos reales.

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

**Sigue el proceso de desapalancamiento del sector privado.**

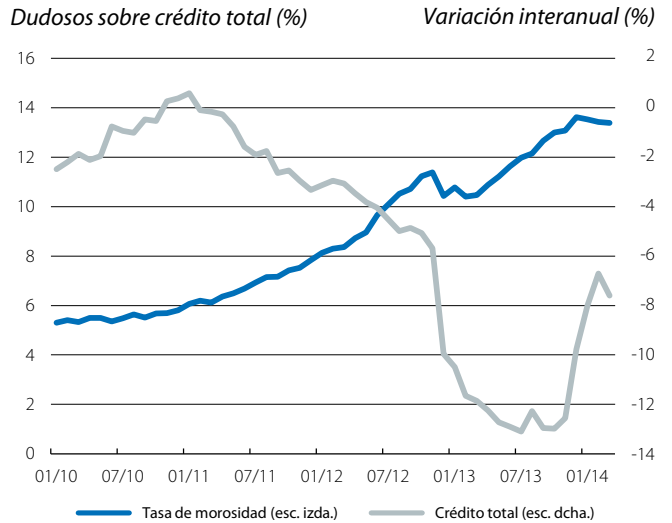
De los diferentes desequilibrios que acopió la economía española antes de la etapa recesiva, el elevado endeudamiento de los hogares sea quizás uno de los que está costando más corregir. Una de las consecuencias de dicho endeudamiento durante la crisis fue la escalada de la morosidad. En este sentido, los datos más recientes invitan al optimismo, ya que muestran que poco a poco la tasa de morosidad se aleja de su máximo del mes de diciembre de 2013. En marzo, el ritmo de contracción de la tasa de mora, del 13,4%, se frenó por una mayor caída del saldo crediticio (-7,6% frente al -6,7% de febrero). Aun así, esperamos que la tendencia observada a principio de año se mantenga, permitiendo nuevas reducciones de la tasa de morosidad. Por otro lado, también es favorable el aumento en la concesión del nuevo crédito a las pymes. Aunque el nivel se mantiene en cotas bajas, es destacable que en el 1T 2014 fuera un 5,3% mayor al del mismo trimestre del año anterior.

**El esfuerzo de consolidación fiscal debe continuar.** Uno de los factores que determinará si se cumple el objetivo de déficit público, que el Gobierno ha fijado en el 5,5% del PIB para este año, será el avance de la recaudación. Los datos de ingresos tributarios muestran una tendencia positiva, aunque esta se deba en gran parte a cambios normativos que afectan a las distintas figuras tributarias. Durante los próximos meses, más allá de las posibles reformas que puedan tener lugar en el sistema tributario, se espera que la recuperación de la actividad económica permita aumentar el volumen de ingresos. Paralelamente, el Gobierno debe seguir vigilando de cerca la evolución del gasto público. En este sentido, es positivo el hecho de que el gasto corriente entre enero y marzo de 2014 haya sido del 9,06% del PIB, cerca de 2 décimas inferior al que se registró durante el mismo periodo del año anterior. En lo que queda del año el gasto público es de esperar que mantenga una tendencia similar, por lo que su contribución al crecimiento será limitado.

**Recomendaciones principales del FMI: reforma tributaria y facilitar la reestructuración de la deuda privada.**

Según dicho organismo, el ajuste de las cuentas debería acompañarse con un aumento de la recaudación fiscal aumentando los impuestos especiales, los medioambientales y reduciendo gradualmente el tratamiento preferencial del IVA que perciben algunos bienes. El FMI también propone rebajar las cotizaciones para emplear a trabajadores poco cualificados, reducir exenciones, regímenes especiales del IRPF y el impuesto de sociedades. Por lo que respecta al sector financiero, el FMI pide que los bancos sigan mejorando su capital y limiten el pago de dividendos en metálico con el objetivo de reactivar el crédito (si bien admite excepciones en función de la solvencia y las perspectivas de márgenes de las entidades). Asimismo, a fin de facilitar la continuidad de compañías operativamente viables, el FMI recomienda que Hacienda y la Seguridad Social también sean partícipes de los procesos de reestructuración de la deuda empresarial y que la banca impulse un marco de insolvencia personal para facilitar un *fresh-start* a los pequeños empresarios. A pesar de las reformas hechas estos últimos años, la lista de deberes que pone el FMI sigue siendo larga y profunda. Todo ello debería contribuir a mejorar la competitividad de negocios en España, que se encuentra en niveles muy bajos según los *rankings* internacionales.

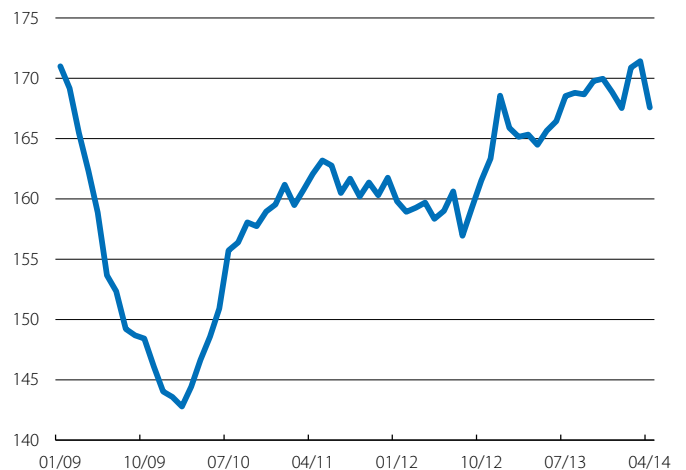
**Tasa de morosidad y crédito bancario**



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

**Ingresos tributarios**

Datos acumulados de 12 meses (miles de millones de euros)



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

**Ranking de competitividad en los negocios**

Posición en el ranking de competitividad de 60 países

	Índice global	
	2014	2013
EE. UU.	1	1
Suiza	2	2
Singapur	3	5
Hong Kong	4	3
Suecia	5	4
Alemania	6	9
Canadá	7	7
Emiratos Árabes Unidos	8	8
Dinamarca	9	12
Noruega	10	6
<b>España</b>	<b>39</b>	<b>45</b>

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del IMD World Competitiveness Yearbook 2014.

## FOCUS · La empresa española se hace grande

En general, la productividad de las empresas grandes es mayor que la de las pequeñas. En España, el valor añadido bruto por trabajador de las empresas de más de 250 trabajadores es un 65% superior al de las empresas de menos de 50 trabajadores. La proporción de grandes empresas es, por tanto, uno de los factores clave para determinar la productividad de un país: aquellos países con una mayor proporción de su fuerza laboral en grandes empresas suelen tener niveles de productividad más elevados.

En 2010, último año para el que la OCDE publica datos comparables entre países, la proporción de empresas de más de 250 trabajadores en España era sensiblemente inferior a la de los principales países desarrollados. Mientras que solo el 0,12% de las empresas tenía más de 250 trabajadores, estas representaban el 0,32% del total en EE. UU. y el 0,47% en Alemania. Las diferencias pueden parecer pequeñas, pero las implicaciones no son menores. Así, mientras que en España las empresas de más de 250 trabajadores empleaban solo al 24,5% de los ocupados, en EE. UU. y Alemania daban trabajo al 49,8% y el 37,0%, respectivamente. De todas formas, las dinámicas de los últimos años están modificando este patrón en España.

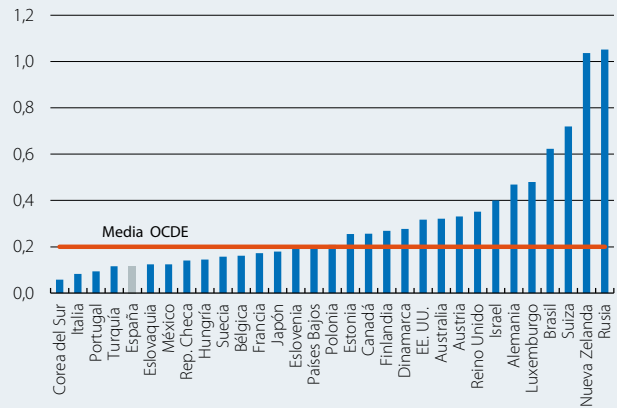
La recesión que ha sufrido la economía española ha afectado a todo el tejido empresarial, pero por regla general las grandes empresas fueron capaces de sortear mejor el temporal. El porcentaje de empresas de más de 250 trabajadores se mantuvo relativamente estable hasta el año 2007, pero a partir de entonces inició una clara tendencia alcista. La destrucción de empleo también se concentró en las empresas de menor tamaño y, de hecho, el número de trabajadores en grandes empresas ya hace medio año que presenta una tasa de crecimiento interanual positiva. Así, el porcentaje de ocupados en una empresa de más de 250 trabajadores en abril fue 3,5 p. p. superior al de 2006.<sup>1</sup>

La relativa mejor evolución de las empresas de mayor tamaño ha sido favorecida por el buen momento del sector exterior. Según datos de la fundación SEPI, en la industria manufacturera, en 2011, el 92,5% de las empresas de más de 200 trabajadores exportaban sus productos, mientras que solo lo hacían el 61,1% de las de menos de 200 trabajadores. No sorprende, por tanto, que sea en las industrias con una mayor presencia de empresas grandes donde más hayan crecido las exportaciones durante estos últimos años. Es interesante observar, sin embargo, que las empresas de un tamaño mediano también están aprovechando el fuerte impulso del sector exterior. Aunque todavía no se dispone de datos para poder corroborarlo de forma fehaciente, se observa que en las industrias en las que la proporción de empresas medianas ha crecido más, también lo han hecho las exportaciones durante los últimos años. Una tendencia alentadora para que España amplíe su base empresarial más productiva.

1. Datos no comparables con los de la OCDE, que centra el análisis en los sectores de mercado e incluye el número de trabajadores autónomos.

### Empresas con más de 250 trabajadores \*

Proporción respecto al total de empresas (%)

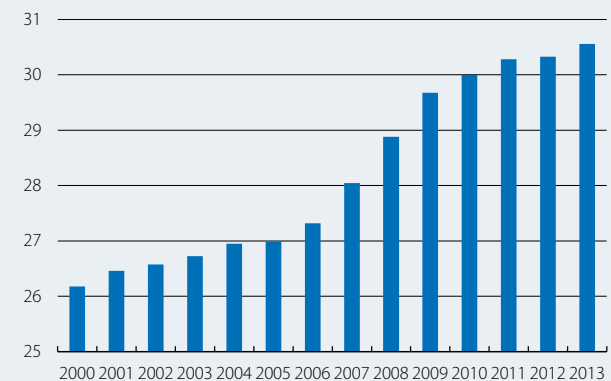


Nota: \* Datos de 2010.

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

### Ocupados en empresas de más de 250 trabajadores

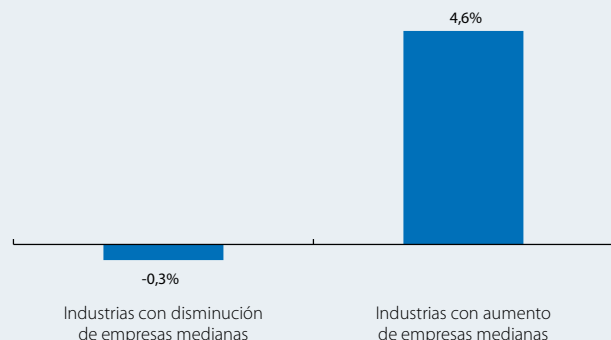
Proporción respecto al total de ocupados (%)



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

### Cambios en el crecimiento de las exportaciones y en la proporción de empresas medianas \*

Cambio en el crecimiento anual promedio de las exportaciones nominales, 2010-2013 vs. 2000-2007 (%)



Nota: \* Empresas medianas: entre 100 y 500 trabajadores.

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

## FOCUS · Palancas de ajuste del déficit público español

Durante el último lustro, la corrección del déficit público ha sido una de las prioridades de la política económica del Gobierno. A pesar del deterioro de la economía, los esfuerzos en materia de consolidación fiscal han permitido reducir el déficit en 4,5 p. p. entre 2009 y 2013, hasta el 6,6% del PIB. Un proceso que, en los próximos años, se verá favorecido por la mejora del contexto económico. Sin embargo, los todavía elevados niveles de déficit y deuda pública (esta última alcanzaba el 93,9% del PIB en 2013) exigen esfuerzos renovados que aseguren la sostenibilidad de las finanzas públicas y refuercen la credibilidad del proceso de ajuste. El nuevo Programa de Estabilidad muestra cuáles serán las principales herramientas con las que cuenta el Gobierno para conseguirlo.

Un primer aspecto a tener en cuenta es el esfuerzo que el Gobierno prevé realizar durante los próximos años para reducir el déficit público. Tomando como referencia 2014, las cifras del Programa de Estabilidad contemplan una disminución del desequilibrio fiscal de 1,1 p. p. hasta el 5,5% del PIB. Este ajuste supera en 3 décimas el previsto en el Programa de Estabilidad anterior, gracias a la mayor corrección del componente cíclico del déficit (aquel que se genera cuando la economía no está a pleno rendimiento). El menor gasto en subsidios de desempleo y el aumento de la recaudación por el IVA son ejemplos claros de este efecto. La previsión del déficit estructural (el que se observaría si la economía estuviera a pleno rendimiento) se ha mantenido sin cambios.<sup>1</sup>

Según los datos del nuevo programa, el ajuste del saldo cíclico seguirá liderando el proceso de consolidación fiscal en los próximos años, con un ritmo de contracción prácticamente constante de 9 décimas anuales entre 2015 y 2017. Aun así, la contribución del ajuste estructural, que caerá a un ritmo de 5 décimas al año, seguirá siendo notable. Con ello, se alcanzaría un superávit estructural del 0,1% en 2017 cumpliendo, con tres años de antelación, el objetivo de equilibrio del saldo estructural introducido por la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria.

La estrategia fiscal del Gobierno muestra un claro cambio de orientación de las medidas de ajuste adoptadas para los próximos años: mientras que en 2012 y 2013 el esfuerzo de ajuste fiscal se distribuía de forma prácticamente igual entre políticas de ingresos y de gastos, en los próximos años presenta un claro sesgo hacia estas últimas, que representarán el 70% del impacto de las medidas totales.

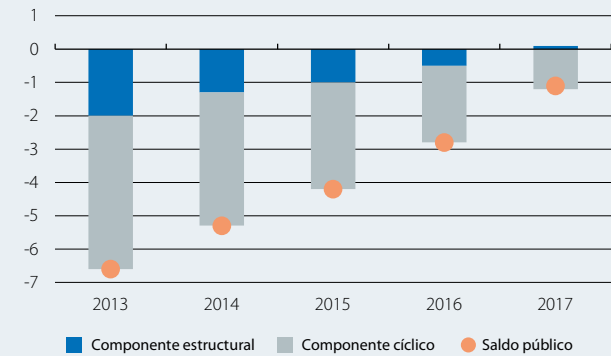
Esta reorientación del esfuerzo hará que el gasto público se reduzca significativamente con relación al PIB, del 44,4% en 2013 hasta el 40,1% en 2017. A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, el principal aliado de esta disminución será, según el Programa de Estabilidad, la contención de las partidas de salarios públicos y consumos intermedios (cuyo peso en porcentaje del PIB se reducirá en 2,8 p. p.). Sin duda, la recientemente aprobada Reforma

de las administraciones públicas jugará un papel importante en esta disminución. Otro factor a tener en cuenta es la caída del gasto en prestaciones sociales (de 1,2 p. p. del PIB) debido, sobre todo, al menor pago del subsidio de desempleo que se espera que genere la mejora del mercado laboral. En contraposición, el gasto en inversión, uno de los principales damnificados de las políticas de ajuste de los últimos años dejará de caer, manteniéndose en el 1,5% del PIB (aunque lejos del 4,0% del PIB en 2010).

En definitiva, el nuevo Programa de Estabilidad dibuja una senda de ajuste que, de llevarse a cabo, reforzará la credibilidad del proceso de consolidación fiscal sin lastrar el crecimiento económico. Sin embargo, cumplir con ella debe seguir centrando los esfuerzos del Gobierno.

### Desglose del saldo público previsto por el Programa de Estabilidad \*

(% del PIB)



**Nota:** \* No incluye las medidas temporales con impacto en el saldo público (0,5% del PIB en 2013 y 0,2% en 2014).

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Programa de Estabilidad.

### Nivel de gasto público y evolución por partidas

(% del PIB y millones de euros)

	2013 (% PIB)	Variación 2010-2013 (millones de euros)	Variación prevista 2013-2017 (millones de euros)	2017 (% PIB)
Gasto total*	44,4	▼ 30.076	▲ 8.772	40,1
Salarios y consumo intermedio	16,9	▼ 15.154	▼ 9.950	14,1
Transferencias sociales en especie**	2,7	▼ 3.568	▼ 1.412	2,3
Prestaciones sociales***	16,6	▲ 8.318	▲ 7.663	15,4
Intereses	3,4	▲ 14.533	▲ 8.902	3,8
Inversión	1,5	▼ 26.529	▲ 2.134	1,5
Otros gastos****	3,2	▼ 7.676	▲ 282	2,9
PIB nominal (millones de euros)	1.022.988	22.632	130.412	1.153.400

**Notas:** \* No incluye los gastos por ayudas a las instituciones financieras (0,5% del PIB en 2013).

\*\* Incluye el gasto en educación y sanidad. \*\*\* Principalmente el gasto en pensiones y prestaciones de desempleo. \*\*\*\* Subvenciones, transferencias de capital y otras transferencias corrientes (cooperación internacional, instituciones de la UE, etc.).

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del IGAE y del Programa de Estabilidad.

1. Para una discusión detallada sobre los problemas de medida del déficit estructural, véase «Output gap, GPS y otras guías falibles» del IM05 2013.

## FOCUS · Las cuentas de la Seguridad Social

La reciente crisis económica ha puesto de manifiesto la fragilidad del sistema de pensiones español. El año pasado, sin ir más lejos, el déficit de la Seguridad Social ascendió hasta el 1,2% del PIB. Este desequilibrio obligó al Gobierno a utilizar parte de los recursos acumulados en el Fondo de Reserva durante los ejercicios superavitarios de la primera década del siglo. Concretamente, desde 2012, se ha dispuesto de 18.651 millones de euros, una cifra similar a las dotaciones realizadas entre 2007 y 2009.

El deterioro de las cuentas de la Seguridad Social responde, fundamentalmente, a dos factores de distinta naturaleza. El primero es coyuntural: la profunda crisis económica de los últimos años ha afectado significativamente al mercado laboral español, reduciendo el número de afiliados a la Seguridad Social en algo más de 3 millones entre 2008 y 2013, hasta los 16,4 millones. Fruto de ello, los ingresos del sistema vía cotizaciones sociales se han reducido alrededor de un 10%. El segundo factor a tener en cuenta es de carácter estructural y está asociado al envejecimiento progresivo de la población española. En los últimos cinco años, el número de pensionistas ha crecido un 9,6% aupa- do, sobre todo, por el importante aumento del colectivo de jubilados (12,8%) que, con 5,4 millones, ya representaba el 65% del total de beneficiarios de la Seguridad Social.

La combinación de ambos elementos ha reducido la relación entre el número de cotizantes y el de beneficiarios del sistema de pensiones desde los 2,6 en 2007 hasta los poco menos de 2 en abril de 2014. Las perspectivas a largo plazo no son halagüeñas. Así, a pesar de la recuperación del mercado laboral que se espera para los próximos años, un informe de la CE proyecta que, en ausencia de reformas, el número de cotizantes por pensionista podría reducirse hasta 1,3 en 2060, un nivel a todas luces insostenible.<sup>1</sup>

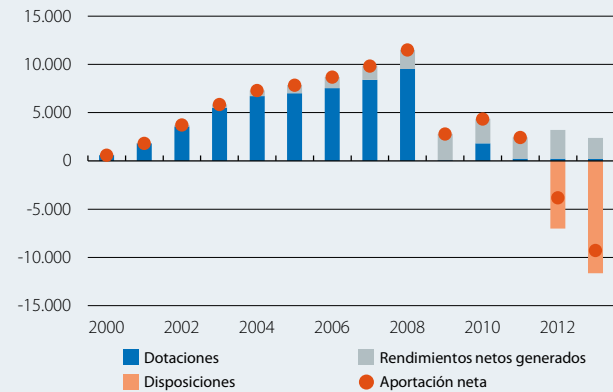
Además, otro factor que ha presionado el gasto de la Seguridad Social ha sido la escalada progresiva del importe medio de las pensiones. Desde 2008 hasta 2013, este ha aumentado en un 19,0% (20,3% si solo tenemos en cuenta las pensiones de jubilación). Gran parte de este incremento se debe al mayor importe de las nuevas pensiones, que entre 2010 y 2013 superó en un 28,0% al de las dadas de baja. Este fenómeno explica que, a pesar del reducido incremento aplicado a las pensiones para 2014 (del 0,25%), el importe medio de estas se sitúa, entre enero y abril, un 1,8% por encima de las de 2013.

Ante estas cifras, la reforma anunciada en 2013 significa un paso importante para garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones a largo plazo. Una garantía que reforzarían nuevos avances en la eficiencia del mercado laboral y la productividad de la economía.

1. Véase Comisión Europea, «The 2012 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the UE27 Member States (2010-2060)».

### Aportación neta al Fondo de Reserva de la Seguridad Social

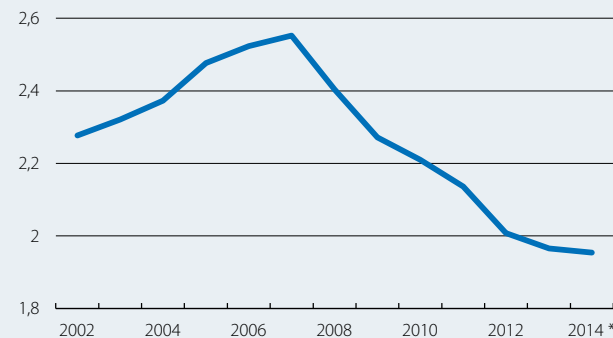
(Millones de euros)



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

### Relación entre afiliados a la Seguridad Social y beneficiarios de pensiones

Número de afiliados entre el total de beneficiarios de la Seguridad Social

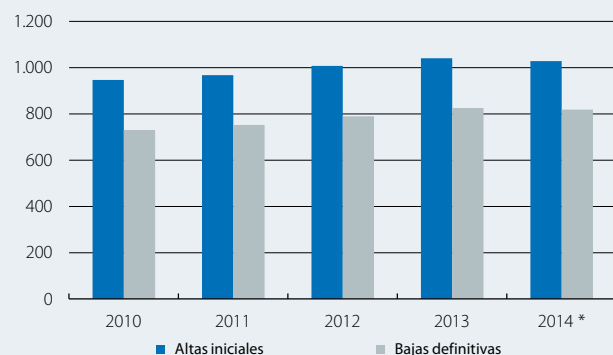


Nota: \* Datos de marzo.

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

### Importe de las nuevas pensiones y de las pensiones dadas de baja

Importe mensual promedio en el periodo (euros)



Nota: \* Datos hasta marzo.

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

## 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	1T 2014	04/14	05/14
<b>Industria</b>								
Consumo de electricidad	-2,2	-2,1	-2,3	-2,4	0,1	-0,6	-0,2	...
Índice de producción industrial	-6,6	-1,5	-2,5	-0,7	1,1	1,5	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-17,5	-13,9	-15,4	-12,8	-11,6	-9,1	-9,3	-8,0
PMI de manufacturas (valor)	43,8	48,5	47,6	50,5	50,1	52,5	52,7	...
<b>Construcción</b>								
Visados de obra nueva	-42,7	-22,8	-27,2	-24,0	-11,9	-7,8	...	...
Compraventa de viviendas	-8,7	-2,7	0,6	-9,7	-9,8	-9,3	...	...
<b>Servicios</b>								
Turistas extranjeros	2,0	5,7	5,4	4,9	10,8	8,1	13,2	...
PMI de servicios (valor)	43,1	48,3	46,5	49,3	51,8	54,2	56,5	...
<b>Consumo</b>								
Ventas comercio minorista	-7,1	-3,7	-5,0	-1,8	0,4	-0,1	1,0	...
Matriculaciones de automóviles	-13,5	5,6	2,5	8,3	22,6	11,8	28,7	...
Indicador de confianza de los consumidores	-31,7	-25,3	-28,7	-20,5	-19,4	-11,8	-7,8	-6,7

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	1T 2014	03/14	04/14
<b>Afiliados a la Seguridad Social<sup>1</sup></b>								
Sectores de actividad								
Industria	-5,3	-4,3	-5,1	-3,9	-2,5	-1,3	-0,8	-0,3
Construcción	-17,0	-12,1	-13,8	-10,8	-7,9	-5,3	-3,6	-3,0
Servicios	-1,7	-2,0	-2,5	-2,1	-0,4	1,1	1,4	2,0
Situación profesional								
Asalariados	-3,8	-3,8	-4,4	-3,9	-1,8	0,1	0,5	1,0
No asalariados	-1,4	-0,6	-1,1	-0,5	0,4	1,4	1,8	2,1
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</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>-0,5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Contratos registrados<sup>3</sup></b>								
Indefinidos	29,7	-14,2	-29,0	-27,8	-2,1	6,8	15,7	24,7
Temporales	-4,0	6,4	6,0	7,1	15,0	19,4	26,6	11,3
<b>TOTAL</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>13,5</b>	<b>18,2</b>	<b>25,5</b>	<b>12,4</b>
<b>Paro registrado<sup>3</sup></b>								
Menores de 25 años	4,5	-6,2	-6,1	-6,4	-8,0	-9,4	-10,0	-12,4
Resto de edades	11,7	3,7	5,2	2,3	-1,2	-3,7	-4,2	-5,5
<b>TOTAL</b>	<b>10,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,8</b>	<b>-6,1</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	1T 2014	04/14	05/14
<b>General</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>
Subyacente	1,6	1,5	1,9	1,3	0,3	0,1	0,3	...
Alimentos sin elaboración	2,3	3,6	4,3	6,0	0,7	0,7	-0,5	...
Productos energéticos	8,8	0,1	-1,1	-2,1	-1,1	-1,0	1,6	...

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	03/14
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual)	3,8	5,2	3,9	11,9	4,4	0,8	3,1	4,9	1,7
Importaciones (variación interanual)	-2,8	-1,3	-6,9	0,6	-0,6	2,0	-0,6	6,9	15,4
<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>	<b>4,0</b>
Bienes	-27,8	-11,6	-20,9	-14,5	-11,5	-11,6	-10,8	-11,1	-13,9
Servicios	37,6	40,9	38,2	38,7	39,3	40,9	41,3	41,5	41,6
Rentas	-17,9	-15,3	-16,3	-15,0	-14,6	-15,3	-16,8	-17,2	-17,2
Transferencias	-4,3	-6,0	-3,9	-5,2	-5,5	-6,0	-6,1	-6,3	-6,4
<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>	<b>12,5</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	1T 2014	03/14	04/14
<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	-0,9	-0,9	-1,4
Comunidades autónomas	-1,9	-1,5	-0,8	-1,0	-1,5	-0,3	-0,3	...
Corporaciones locales	0,2	0,4	0,2	0,5	0,4	...	-	-
Seguridad Social	-1,0	-1,2	0,8	-0,3	-1,2	-0,3	-0,3	...
<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	2T 2013	3T 2013	4T 2013	01/14	02/14	03/14	Saldo 03/14 <sup>1</sup>
<b>Financiación a los sectores no financieros<sup>2</sup></b>									
Sector privado	-4,0	-7,8	-8,2	-8,1	-7,4	-6,1	-6,1	-6,0	1.825,7
Empresas no financieras	-4,1	-9,8	-10,5	-10,2	-8,7	-6,4	-6,5	-6,5	1.051,0
Hogares <sup>3</sup>	-3,8	-4,9	-4,8	-5,0	-5,5	-5,7	-5,5	-5,5	774,7
Administraciones públicas <sup>4</sup>	14,9	17,0	18,5	17,5	13,1	10,8	8,0	7,2	990,5
<b>TOTAL</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>2.816,1</b>
<b>Pasivos de las entidades de crédito frente a empresas y familias</b>									
Total depósitos	-4,5	2,1	1,8	4,7	2,2	1,3	-0,3	-0,5	1.176,8
A la vista	0,2	4,2	3,2	4,6	8,1	11,0	5,9	5,2	289,3
De ahorro	-2,8	-0,1	-1,1	-0,2	1,4	3,4	3,9	4,0	203,6
A plazo	-6,7	1,7	1,6	5,7	0,2	-3,0	-3,8	-4,0	663,6
En moneda extranjera	-4,0	16,8	22,7	24,1	-0,1	3,5	-2,0	-4,9	20,3
Resto del pasivo <sup>5</sup>	-13,2	-16,8	-19,2	-15,3	-12,7	-11,4	-8,4	-13,5	131,1
<b>TOTAL</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,0</b>	<b>1.307,9</b>
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>10,4</b>	<b>13,6</b>	<b>11,6</b>	<b>12,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,5</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>	-
<b>Tasa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>73,8</b>	<b>58,0</b>	<b>65,8</b>	<b>63,8</b>	<b>58,0</b>	<b>58,0</b>	<b>58,0</b>	<b>58,6</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.

ASIA EMERGENTE: PERSPECTIVAS ALENTADORAS

## Asia emergente: pasado, presente y, claramente, futuro

Los principales países que integran lo que comúnmente se conoce por Asia emergente son China, India, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam, aunque la región sea mucho más amplia (el FMI, por ejemplo, incluye un total de 29 países). Tanto el epíteto «emergente» como la presencia en la lista de China y la India sugieren en seguida que la evolución económica del conjunto del área ha sido positiva durante los últimos años, pero los datos no dejan de asombrar. Como se refleja en el primer gráfico, mientras que en 1980 la región representaba el 7,5% del PIB mundial, una cifra que quedaba lejos del 24,9% de EE. UU. o del 30,9% de la Unión Europea, en 2010 su peso se había disparado hasta el 23,3%, superando con claridad el 19,9% de EE. UU. y el 20,3% de la Unión Europea. Ante las múltiples preguntas que ha originado esta excelente evolución, intentaremos responder de forma sencilla a dos: ¿cómo consiguió conquistar el Asia emergente esta posición?, y, sobre todo, ¿tiene esta tendencia continuidad?

Antes de empezar a analizar las principales características de la región es oportuno hacer un breve paréntesis para destacar que las diferencias entre los distintos países que la integran han sido y siguen siendo sustanciales. Sobresalen, en la parte alta de la lista, Malasia, China y Tailandia, con un PIB per cápita en paridad del poder de compra de 16.000, 8.600 y 9.000 euros, respectivamente. En el lado opuesto, Nepal, Myanmar y Bangladesh presentan un PIB per cápita alrededor de los 1.500 euros. Conscientes, pues, de que el bloque asiático es profundamente heterogéneo, analizaremos aquellos factores que lo caracterizan y que han convertido el conjunto de la región en uno de los principales bloques económicos del globo.

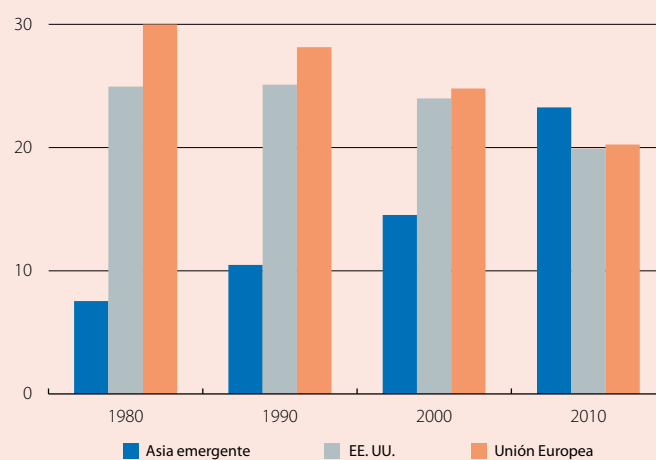
Uno de los factores que ha acompañado el crecimiento de la región durante las últimas décadas es el fuerte aumento del crédito, circunstancia que a menudo ha suscitado dudas sobre la sostenibilidad del nivel de actividad que ha alcanzado la región. Pero si bien es cierto que el porcentaje de crédito privado con respecto al PIB ha aumentado de forma considerable durante las últimas décadas, en general ha sido un proceso de convergencia natural, ya que el sistema financiero estaba muy poco desarrollado: en los principales países del Asia emergente, la ratio de crédito privado sobre el PIB representaba en 1980 solamente el 35,6%, y alcanzó en 2010 el 98,2% del PIB (en EE. UU., el crédito privado ya representaba el 94,2% del PIB en 1980). En este aspecto, sin embargo, es preciso destacar también la falta de homogeneidad de la región. En general, es en los países más maduros desde el punto de vista económico donde esta ratio es mayor, como Malasia, donde se sitúa en el 117% del PIB. En cambio, en Indonesia, con un PIB per cápita de 4.700 euros, se queda en un 29,0%.

Asimismo, cabe resaltar que el aumento del crédito se ha producido manteniendo la financiación externa en cotas moderadas. En el conjunto de la región, la deuda externa alcanzó su punto álgido en 1998, cuando se situó en el 35% del PIB. A partir de entonces descendió hasta el 15%, cifra en la que se ha estabilizado durante los últimos años. Una de las lecciones de la crisis asiática de finales de los noventa, y que aprendieron los países que la sufrieron, es que debían mantener un crecimiento más equilibrado, sin recurrir en exceso a la financiación externa. La cuenta corriente, que se había mantenido deficitaria durante los años ochenta y noventa, aumentó de forma significativa a partir de entonces hasta situarse en el 3,0% en promedio entre el año 2000 y 2013. Esto ha permitido que, en general, los países de la región hayan acumulado un importante colchón de reservas que les permite afrontar potenciales episodios de inestabilidad financiera con más confianza.

La combinación entre una posición externa sólida y una capacidad de crecimiento encomiable se ha conseguido gracias a la fuerte expansión de la capacidad exportadora. Este es, seguramente, el principal ingrediente del éxito de la región. Sirva de ejemplo que, en 2010, las exportaciones de bienes y servicios del Asia emergente alcanzaron el 30% de la cuota mundial según datos de la UNCTAD, un registro superior al de la Unión Europea y al de los países del Área de Libre Comercio de América. Fundamentalmente, dos factores propiciaron el cambio. Primero, China se convirtió en 2001 en miembro de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Segundo, la revolución de las Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC). La entrada de China en la OMC, y la ventaja competitiva de que sus costes laborales fueran bajos, atrajo de forma masiva la producción de las tareas más intensivas en trabajo, lo que, de forma indirecta, también benefició a los países vecinos de la región, que poco a poco se han ido integrando en la cadena de producción liderada por China suministrándole bienes intermedios.

### Distribución del PIB mundial

PIB en paridad del poder adquisitivo (% PIB mundial)



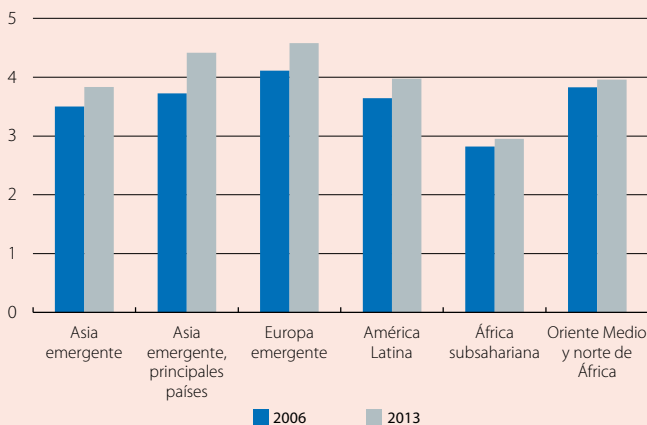
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

La revolución de las TIC es igualmente importante. La disminución de los costes de comunicación ha permitido a las empresas ejercer una buena monitorización del proceso productivo con independencia de donde se localiza cada una de las fases de producción, y los principales países asiáticos la están aprovechando. Según el índice del Foro Económico Mundial, que mide la capacidad tecnológica de cada país, la situación de la región ha mejorado notablemente durante los últimos años, pero es especialmente destacable el avance que se ha producido en los principales emergentes asiáticos, que ya ocupan el segundo puesto en el *ranking* de las distintas áreas emergentes, solo por detrás de Europa.

La buena evolución de estas economías asiáticas se apoya en dos factores adicionales: la mejora del nivel educativo de la población y la sólida inversión en infraestructuras. De nuevo el índice del Foro Económico Mundial es útil para resumir las dinámicas en materia educativa de los distintos países emergentes. También en esta dimensión los europeos se desmarcan positivamente de sus homólogos asiáticos, pero en esta ocasión a una distancia menor. En cuanto a la inversión en infraestructuras, es revelador que de los diez principales puertos del planeta, nueve se encuentren en Asia.

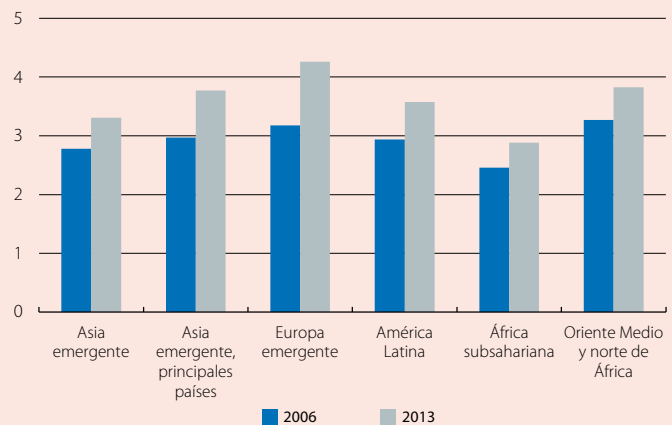
### Calidad de la educación superior

(Índice)



### Capacidad tecnológica

(Índice)



**Nota:** Bloques emergentes según definición del FMI. Los principales países emergentes de Asia son China, India, Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

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

Pero no todo son buenas noticias. Como no podría ser de otra manera, también hay riesgos que amenazan la región, entre los cuales destacan la desigualdad y la fragilidad institucional. No sorprende que un país que esté industrializándose y creciendo a tasas muy altas gracias a la demanda externa vea cómo aumenta la desigualdad entre las regiones que participan de la globalización (por ejemplo, las que tienen salida al mar) y las regiones interiores sin acceso al comercio internacional. Sin embargo, la tendencia creciente de los últimos años ha provocado que distintos indicadores hayan alcanzado valores preocupantes. Por ejemplo, una forma de medir la desigualdad es comparar los ingresos de las personas que representan el 10% más rico y las que representan el 10% más pobre. Siguiendo este procedimiento, mientras que el individuo que formaba parte del 10% más rico en EE. UU. en 2004 tenía 5,6 veces más que el 10% más pobre, la cifra ascendía a 10,8 en la India y a 13,7 en China. Es evidente que se trata de dígitos muy elevados que podrían provocar serias tensiones sociales.

El crecimiento económico también está poniendo a prueba la calidad institucional de la región. A medida que el nivel de actividad es mayor, más importante resulta disponer de instituciones sólidas que sean capaces de proveer un marco legal estable y eficiente. El índice «principio de legalidad» que calcula el Banco Mundial es muy ilustrativo en este sentido, ya que mide la confianza que depositan los ciudadanos en el cumplimiento de los derechos de propiedad y contratos y en la calidad de la justicia y la policía. Este índice varía entre -2 y +2, siendo el número más alto reflejo de mejores instituciones. Como referencia, en 2010, este índice era de 1,6 en EE. UU. Destacamos que el promedio para la región ha disminuido entre 2000 y 2010, pasando de 0,1 a 0,0. De nuevo, abundan también las diferencias entre países: por ejemplo, mejoró en China (de -0,5 a -0,3) y Malasia (de 0,3 a 0,5), y disminuyó en la India (de 0,3 a 0) y Tailandia (de 0,5 a -0,2).

Para concluir, aunque hemos visto que los países del Asia emergente no se pueden tratar como un conjunto homogéneo, el rol protagonista de la región en la economía global tiene visos de mantenerse en el futuro. Para que este sea el caso, será necesario llevar a cabo reformas institucionales, seguir invirtiendo en las TIC para beneficiarse de sus ventajas y de su potencial, y, naturalmente, mejorar también la educación.

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

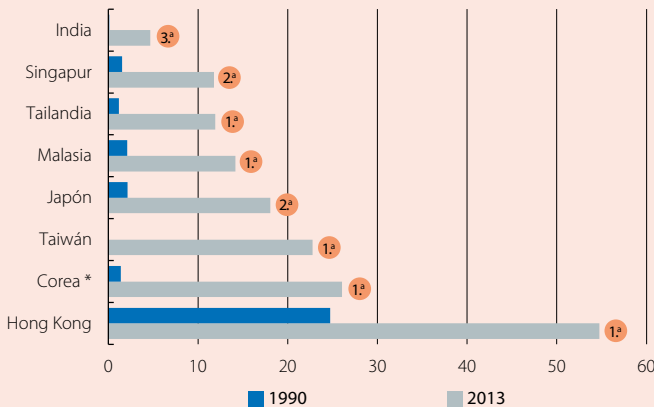
## China, en el centro de la «Fábrica Asia»

Más allá de ser la primera potencia demográfica y económica de la región, China se ha convertido en el eje central de la denominada «Fábrica Asia». Este término hace referencia al peculiar entramado industrial del continente, que sin duda ha sido artífice destacado del notable avance económico registrado durante las últimas décadas en un buen número de los países implicados. Pero la continuidad del éxito no puede darse por garantizada, máxime a la vista de las importantes transformaciones que está experimentando el gigante chino.

Según datos de las Naciones Unidas, los bienes y servicios intermedios copan en torno al 60% del comercio internacional. Estos *inputs* intermedios se desplazan de unos países a otros para integrarse, de manera sucesiva, en los procesos de producción de otros bienes o servicios, hasta que se llega al final de la cadena. En ese momento, los bienes o servicios ya están listos para su consumo final. En otras palabras, a lo largo de los últimos años la fragmentación en los procesos productivos se ha extendido más allá de las fronteras entre países, dando lugar a las «cadenas globales de valor» (CGV). Las distintas estrategias de deslocalización empresarial moldean la forma de las cadenas. Su proliferación descansa en dos hitos clave: los avances en el transporte de mercancías primero, y la revolución de las tecnologías de la información y comunicación (TIC), después. Ambos han permitido «acortar» hasta límites insospechados las distancias geográficas.

### Exportaciones a China

Total de las exportaciones del país emisor (%)



**Nota:** \* Exportaciones de manufacturas. Los números junto a las barras representan la posición de China en el ranking de las principales destinos de las exportaciones de cada país.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (DOTS) y del Ministerio de Finanzas de Taiwán.

Los países asiáticos (y en particular los del sudeste) constituyen un caso paradigmático de estas cadenas por el elevado grado de fragmentación que se aplica en la elaboración de numerosos de sus productos, así como por la extrema complejidad de muchos de ellos (por ejemplo, del sector electrónico). Precisamente esta excepcionalidad, junto con el hecho de que la mayor parte de la producción final se destine a los países avanzados (léase EE. UU. y Europa), han suscitado el uso de los apelativos «Fábrica Asia» y «Fábrica del mundo» para designar el conjunto de países y procesos que forman esta integradísima CGV. El contundente recorte de aranceles que han realizado muchos países de la región, ya sea de manera individual o multilateral, ha sido otro factor clave en la aparición y éxito de la CGV asiática. En este tipo de producción en cadena extraterritorial, las distintas piezas (insumos o intermedios) que se incorporan al bien final cruzan en numerosas ocasiones las fronteras de los países involucrados en el proceso, por lo

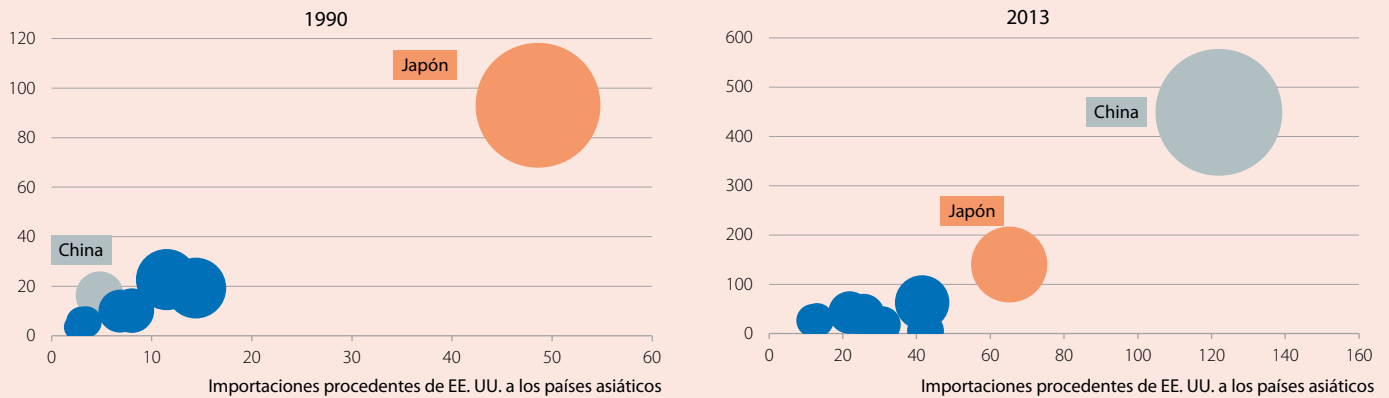
que unos aranceles elevados encarecerían sobremanera la manufactura final. En el caso que nos ocupa, destacan el acuerdo de libre comercio establecido en 1992 por los países que componen la Asociación de las Naciones del Sudeste Asiático (ANSA), y los posteriores acuerdos de esta con otros países de la región como China en 2005, Japón en 2009 o Corea y la India en 2010.

El papel de China es central en este entramado de relaciones comerciales y empresariales que conforman la «Fábrica Asia». Así, hoy en día, China absorbe la mitad de los bienes intermedios que exportan el resto de países asiáticos y les suministra cerca de un tercio de todos los intermedios que reciben del extranjero. Esto convierte al gigante asiático en el principal destino y origen de insumos de la región (obsérvese en el primer gráfico la importancia de China para sus vecinos en términos de comercio total). Se trata de una hegemonía indiscutible, pero relativamente reciente, pues en la década de los noventa el eje central de esta factoría de Oriente todavía se localizaba en Japón. No fue hasta mitad de la década de los 2000 cuando China conquistó la posición de líder (como se aprecia en el segundo gráfico).

Sin duda, el impulso del Ejecutivo chino para abrir progresivamente la economía del país al comercio y la inversión internacional ha propiciado este rápido desplazamiento del centro de gravedad de la cadena asiática de producción. El giro aperturista chino se inició en la década de los ochenta con la autorización de los flujos de entrada de inversión extranjera directa, incentivada además con la creación de cuatro zonas con privilegios económicos especiales. Un momento culminante llegó en 2001, con la incorporación del país a la Organización Mundial del Comercio, y la obligada reducción arancelaria que esta adhesión implicaba. Asimismo, el gran número de empresas chinas especializadas en el procesamiento de componentes o en el ensamblaje de los distintos bienes intermedios procedentes del resto de países asiáticos también ha favorecido la centralidad de China. Una mano

## Comercio de Asia con EE. UU.

Exportaciones de los países asiáticos a EE. UU. (miles de millones de dólares)



**Nota:** El tamaño de las burbujas es proporcional al total de comercio (importaciones y exportaciones) con EE. UU. Las burbujas en azul corresponden a Singapur, India, Tailandia, Corea del Sur, Hong Kong, Malasia y Taiwán.

**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI (DOTS), y del US Census Bureau.

de obra abundante y barata al inicio de este movimiento reformista de apertura fomentó este tipo de negocios. Como resultado, un gran número de las manufacturas «Made in Asia» que se consumen en EE. UU. o Europa tienen su última escala en China, donde después de darles los últimos retoques se cargan en alguno de los contenedores que abarrotan los atareados puertos del país (seis de los diez mayores puertos del mundo en capacidad de tonelaje se encuentran en el gigante asiático). No es extraño, pues, que año tras año China registre superávits comerciales abultados con la eurozona y EE. UU. (de 62 y 222 miles de millones de dólares, respectivamente, en 2013, lo que equivaldría al 1% y al 2,5% del PIB de China) y déficits con muchos vecinos asiáticos (del 1% con Corea o del 0,5% con Taiwán, por poner dos ejemplos).

Esta singular anatomía del proceso productivo debe ser tenida en cuenta en el momento de valorar aspectos como la política económica y las perspectivas de futuro. Así, las frecuentes acusaciones de comportamiento mercantilista que China recibe por los superávits comerciales que mantiene con las grandes economías avanzadas no siempre consideran que, en buena parte, son consecuencia de la organización productiva de la cadena asiática y que, por lo tanto, hay muchos más agentes en el reparto de beneficios y cargas. Por otro lado, dada la centralidad de China en la «Fábrica Asia», es de rigor preguntarse por las consecuencias que tendría la tan temida ralentización del gigante asiático sobre el resto de países participantes en la cadena. Ante todo, es importante identificar que la principal amenaza a corto plazo sobre la demanda de los productos «Made in Asia» es la incertidumbre sobre las perspectivas de EE. UU. y la eurozona, y no tanto las de China. En efecto, a pesar de la mejora que cabe esperar en las economías avanzadas en los próximos años, es cierto que su demanda potencial de manufacturas asiáticas es moderada y vulnerable en comparación con ciclos anteriores, debido a tres factores: unas condiciones financieras y de confianza más débiles después de la dura crisis, una población más envejecida y la creciente tendencia de algunas multinacionales de volver a producir «en casa» (*reshoring*). En este sentido, el cambio en el modelo de crecimiento que la economía china desea fomentar a medio plazo, otorgando una mayor relevancia al consumo interno, ayudará a sostener la producción asiática ante una demanda más contenida de los avanzados. Este modelo ansía dar a la nueva y creciente clase media china una mayor capacidad de consumo, que indudablemente podría ser abastecida cómodamente con las manufacturas de la región. Pero es cierto que, hasta que esa transformación no madure, una desaceleración de China debida a factores internos (por ejemplo, por problemas en los sectores inmobiliario y financiero) afectaría al resto de países de la región. En primer lugar, por la menor demanda de manufacturas de la «Fábrica Asia» por parte del actual consumidor chino de clase media. Pero sobre todo porque tal desaceleración muy probablemente acarrearía una disminución importante de la inversión pública y empresarial del país, rúbricas ambas que han venido requiriendo grandes cantidades de productos primarios e intermedios de los países vecinos.

En definitiva, el desarrollo de la «Fábrica Asia» ha resultado una apuesta claramente ganadora. La mejor prueba de ello son los avances económicos del sudeste asiático durante las últimas décadas. Asimismo, el enfoque aperturista de China, gradual pero poderoso, ha sido el factor crucial para el éxito de esta cadena de producción regional. Un éxito cuya prolongación pasa, de nuevo, por el gigante asiático y su capacidad para orquestar un cambio de modelo que impulse de manera sostenida al consumidor chino.

Clàudia Canals

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

## Indonesia y Malasia recuperan el rumbo tras capear el tapering

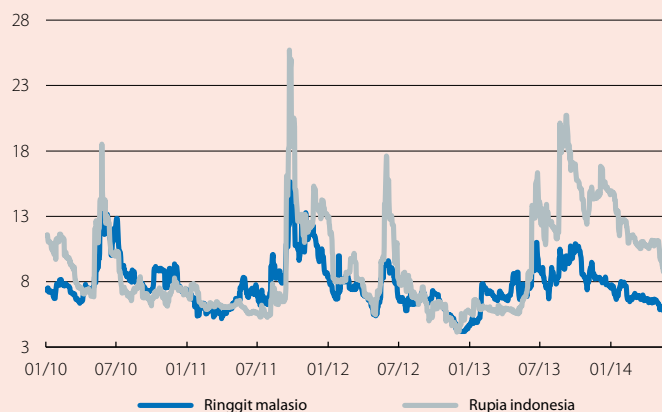
Los países emergentes de Asia constituyen un grupo variopinto, tanto en términos de las condiciones estructurales de cada economía como de las estrategias de política económica adoptadas. Dos vecinos, Malasia e Indonesia, ilustran bien esta circunstancia. Ambos están cobrando un protagonismo creciente gracias a unas bazas económicas favorables, aunque claramente distintas.

Malasia es un país que, con un nivel de renta per cápita de unos 16.000 euros (en paridad de poder de compra) y en plena transición hacia mayores niveles de terciarización, está en condiciones de acceder al estatus de economía avanzada en menos de una generación. Este es el eje que guía un abanico muy ambicioso de programas gubernamentales de transformación económica. Las dos palancas principales son el impulso de la inversión en tecnología, telecomunicaciones, energía nuclear, etc. y la modernización del entorno de los negocios, reduciendo la corrupción y mejorando la educación. Su tamaño, relativamente pequeño para los estándares asiáticos (30 millones de habitantes) y su elevado grado de apertura comercial (las exportaciones de bienes y servicios representan un 82% del PIB) hacen plausible esta aspiración.

En comparación, Indonesia es un país menos próspero (su renta per cápita no llega a un tercio de la malasia, unos 4.700 euros en paridad de poder de compra) y con un modelo económico que todavía pivota mucho sobre el sector primario y las exportaciones de materias primas. La contribución de estas últimas no impide que se trate de una economía relativamente cerrada (el total de exportaciones equivale al 24% del PIB), habida cuenta de su formidable tamaño (tiene más de 251 millones de habitantes y, tras China e India, es la tercera mayor economía del Asia emergente). No obstante, la potencialidad del país sigue siendo elevada. Según un reciente estudio del FMI, el crecimiento tendencial a largo plazo se sitúa en la zona del 6%.<sup>1</sup> A ese ritmo, el país podría experimentar un importante aumento del segmento de población con estándar de consumo propio de las clases medias emergentes: según un estudio del McKinsey Global Institute, en 2030 integrarían este grupo 135 millones de personas, frente a los 45 millones de 2010.<sup>2</sup>

### Volatilidad implícita \* de divisas emergentes frente al dólar

(% anualizado)

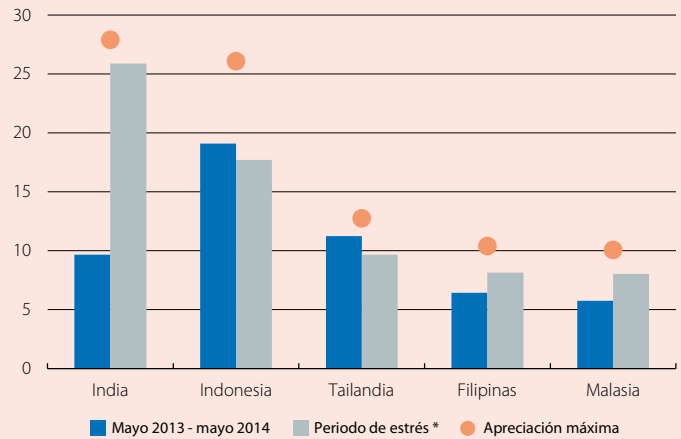


Nota: \* Volatilidad descontada en el mercado de opciones.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

La materialización de estas perspectivas tan atractivas deberá alcanzarse, no obstante, sin tomar atajos que pueden ser tentadores a corto plazo pero perniciosos a la larga. Los recientes episodios de estrés financiero que han afectado a las economías emergentes son advertencias que no deberían caer en saco roto. Recordemos la secuencia de eventos. En mayo del año pasado, el entonces presidente de la Reserva Federal, Ben S. Bernanke, anunció, por sorpresa, la intención de dar comienzo a la disminución gradual de las compras mensuales de bonos (*tapering*) a finales de 2013, siempre y cuando la economía continuara progresando favorablemente. La reacción de los inversores internacionales fue brusca: alzas rápidas en los tipos de interés a largo plazo en la deuda pública estadounidense y fuerte repunte en los niveles de aversión global al riesgo, que se dejó notar con especial virulencia en los mercados financieros de un gran número de países del Asia emergente. El entorno financiero de la región se vio sometido a un grave deterioro de la mano de intensas salidas de capitales durante la segunda mitad de 2013, con afectación sobre las divisas y las cotizaciones del grueso de activos (bonos soberanos, bonos corporativos y bolsas). A principios de 2014 tuvo lugar un rebrote de las turbulencias, esta vez desencadenadas por factores como la devaluación del peso argentino o la crisis de Ucrania.

### Apreciación del dólar frente a divisas emergentes

Mayo 2013 = 100 (%)



Nota: \* Periodo comprendido entre mayo y septiembre de 2013.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

1. Rahul, A., Cheng, K., Rehman, S. y Zhang, L. (2014), «Potential Growth in Emerging Asia», FMI WP 14/02.  
2. McKinsey Global Institute (2012), «The archipelago economy: Unleashing Indonesia's potential».

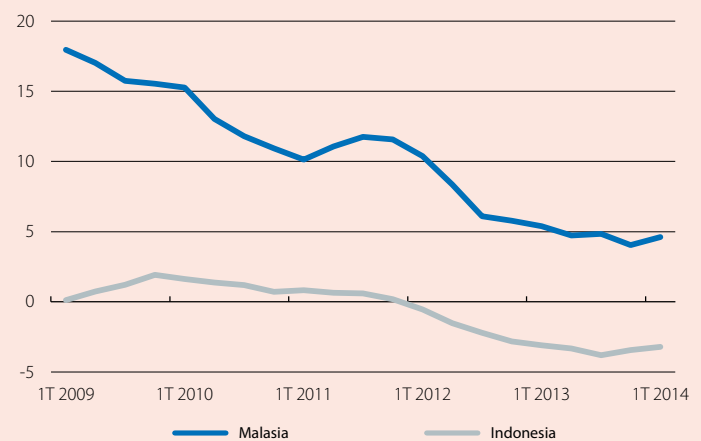
El continente asiático ya había sufrido múltiples episodios de tensiones financieras en el pasado, pero estos últimos han presentado como novedad una clara discriminación en el castigo infligido a los distintos países. Así se constata al comparar las depreciaciones nominales de las respectivas monedas a lo largo del último año. En este sentido, Indonesia y Malasia constituyen un caso paradigmático: la rupia indonesia se encuentra hoy por hoy un 20% por debajo de su valor frente al dólar en mayo de 2013, mientras que el ringgit malasio apenas registra una depreciación del 6%. Asimismo, la evolución de la volatilidad implícita del tipo de cambio de cada una de esas monedas frente al dólar (un indicador del riesgo percibido por los operadores en el mercado de divisas) proporciona una conclusión similar: sistemáticamente durante los episodios de estrés financiero del último año, la volatilidad de la rupia indonesia se ha situado en niveles superiores a la del ringgit malasio.

¿Qué nos está diciendo esta disparidad en la valoración del riesgo? Los episodios de turbulencias financieras fueron rápidamente interpretados como el resultado de unos desequilibrios macroeconómicos excesivos, tanto externos (cuenta corriente) como internos (inflación, saldo público). Los países con mayor vulnerabilidad en estos ámbitos se consideraron frágiles y más susceptibles de sufrir salidas de capitales, con las consiguientes caídas en las cotizaciones de las divisas y los activos de riesgo. Bajo esta lectura, parece que el castigo a Indonesia se entiende rápidamente: en 2012, en la antesala de la crisis, la cuenta corriente mostraba un déficit equivalente al 2,8% y la inflación se situaba en la zona del 4%. En cambio, Malasia, con un superávit corriente del 6,1% y una inflación del 1,2%, ofrecía un perfil de riesgo menor. Con todo, en el caso malasio, el peor saldo de las finanzas públicas pesó en sentido negativo (el déficit público en 2012 fue del -3,6%, más del doble del que registró Indonesia). Una evaluación dinámica de esos mismos indicadores de vulnerabilidad permite enriquecer el diagnóstico. Pero también lo complica. Ambas economías habían experimentado durante el periodo 2010-2012 una salida de la recesión global de 2008-2009 con un importante rasgo común: el notable dinamismo económico (tras China y la India, Indonesia fue el país del Asia emergente que más creció en el periodo y Malasia, el cuarto) empeoró los desequilibrios mencionados. En particular, la combinación de la apreciación real de la divisa y el crecimiento de la demanda interna laminó la posición exterior de ambas economías: Malasia pasó de registrar un superávit corriente del 15% del PIB en 2009 al 6,1% de 2012, e Indonesia pasó de un superávit corriente del 2% del PIB a un déficit del 2,8%. Junto con estos elementos principales, los analistas destacaron otros desajustes particularmente acuciantes en el caso indonesio, como el fuerte crecimiento de la bolsa o el importante aumento del crédito privado. Como anteriormente se ha mencionado, eran indicios de un crecimiento excesivamente acelerado. A partir del episodio de crisis financiera, Indonesia sufrió una primera etapa de aumento de la inflación. Afortunadamente, en los últimos meses ha empezado a descender. Otro desequilibrio que empieza a corregirse es el déficit exterior. La fuerte depreciación nominal de la rupia y la reducción del diferencial de inflación con los principales socios comerciales está favoreciendo la reconducción del déficit corriente. Por su parte, Malasia también ha empezado una incipiente corrección de la inflación y, más visiblemente, ha aumentado su superávit corriente tras años a la baja.

Las sacudidas financieras de los últimos meses y la inevitable necesidad de reconducir los desequilibrios amenazan con pasar factura al crecimiento de estos países durante los próximos años. El informe de perspectivas globales del FMI publicado el pasado mes de abril prevé un crecimiento promedio en los próximos cinco años del 5,0% en Malasia, mientras que para Indonesia espera un 5,9%. En abril de 2013, pocas semanas antes del estallido de las turbulencias, las cifras pronosticadas por el organismo internacional eran el 5,2% y el 6,4%, respectivamente. Se trataría por lo tanto de una factura modesta en el caso de Malasia y más onerosa para Indonesia, en concordancia con las debilidades relativas de esta última. Pero dista de ser un escenario dramático. Es probable que, cuando contemplemos con perspectiva histórica el episodio de 2013 y sus coletazos de 2014, tendamos a minimizar su importancia. No se ha tratado, en absoluto, de una crisis como la que asoló Asia en 1997. De hecho, las lecciones de aquel episodio siguen hoy presentes (como atestiguan la elevada acumulación de reservas y la prudente gestión de la deuda externa de las economías asiáticas) y probablemente han impedido que la crisis reciente revistiera mayor gravedad. Con todo, conviene no olvidar que en la vía hacia la prosperidad es preferible evitar los atajos.

### Malasia e Indonesia: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (% del PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream, la Oficina de Estadística de Indonesia, el Banco Central de Indonesia y la Oficina de Estadística de Malasia.

Àlex Ruiz y Carlos Martínez Sarnago

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

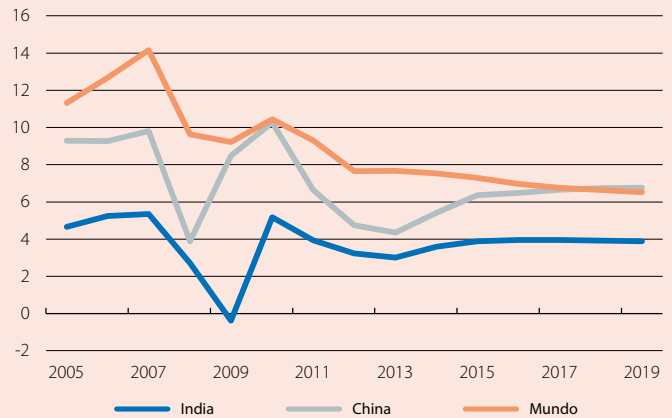
## India: hoja de ruta para Narendra Modi

El 16 de mayo se anunció oficialmente la victoria del partido Bharatiya Janata de Narendra Modi en las elecciones legislativas. Fue un triunfo arrollador: 282 escaños frente a los 44 del Partido del Congreso. Con este resultado se puso fin a la era Nehru-Gandhi, una dinastía virtual que había gobernado casi ininterrumpidamente la mayor democracia del mundo durante más de 60 años. Narendra Modi, un asceta no perteneciente a las élites urbanas de los anteriores gobernantes de la India, tiene una doble faceta. Existe un Modi reformista, que antepone la sanidad a la devoción, primando el gasto en higiene y la transparencia administrativa sobre la veneración de los templos. Pero también existe un Modi con un pasado ligado al hinduismo radical, cuyo peor momento fue su papel como máximo gobernante del estado de Gujarat durante los disturbios entre hinduistas y la comunidad islámica en 2002. ¿Qué Modi prevalecerá ahora? A juzgar por la subida de la bolsa de Bombay y la apreciación de la rupia tras conocerse que su victoria sería amplia, parece que los mercados y los analistas apuestan con claridad por el escenario del Modi reformista.

La India que encuentra Modi es un mastodonte con gran potencial de crecimiento. Es la segunda nación más poblada del planeta y la tercera por tamaño del PIB en términos de paridad de poder adquisitivo (la 13ª en dólares a precio de mercado). La India multiplicó su PIB por cinco entre 1993 y 2013, con un notable desarrollo del sector servicios y con 12 empresas colocadas en el FT500 (Alemania tiene 20; España, 6). Asimismo, las previsiones de organismos de referencia como el FMI sitúan el crecimiento a largo plazo de la India cerca del 7% anual, por encima del de China. Pero la India es también el país con más personas pobres del mundo. Según el Banco Mundial, 295 millones de hindúes (24% del total) sobrevivían con menos de 2 dólares al día (en paridad de poder adquisitivo) en 2010, frente a 121 millones de chinos. La renta per cápita de la India es la quinta parte de la de China, la inversión en infraestructuras y las manufacturas son asignaturas pendientes y el sector público es especialmente ineficiente. La mayoría parlamentaria deja a Modi vía libre para emprender un programa de reformas que debe ser ambicioso. El objetivo es remover los obstáculos que impiden explotar el enorme potencial del país. Más dudas hay sobre el detalle de la hoja de ruta para alcanzarlo. El riesgo es perderse en el camino, o quedarse atascado. Un reciente documento de la consultora McKinsey contiene propuestas interesantes al respecto.

### India: crecimiento del PIB

Variación interanual del PIB (%)

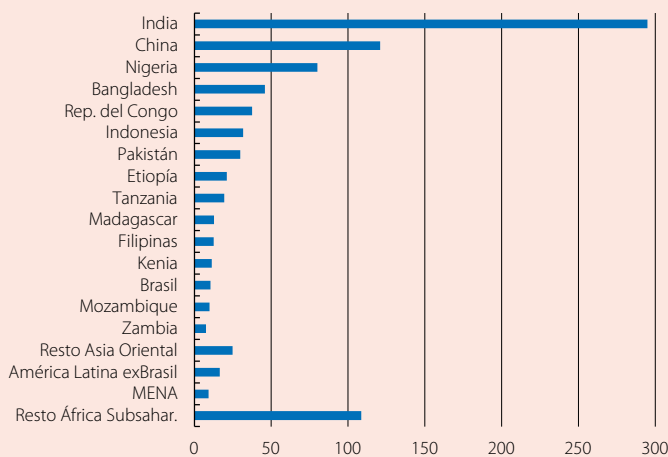


Nota: A partir de 2014 son previsiones. Los datos del PIB mundial están ponderados por paridad del poder adquisitivo.

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

### Pobreza en el mundo

(Millones) \*



Nota: \* Número de personas con menos de dos dólares diarios (en paridad de poder adquisitivo).

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

El nudo gordiano es cómo salir de la trampa de la pobreza. De hecho, este problema es significativamente más grave de lo que muestra la estadística sobre el umbral de 2 dólares al día. La consultora McKinsey utiliza el término «umbral de empoderamiento», entendiendo por ello la renta mínima que da acceso a la sanidad e higiene más básicas, iluminación, energía para cocinar, educación primaria, la ingesta de 2.100 calorías diarias, agua potable y una vivienda de entre 21 y 28 m<sup>2</sup>. Según McKinsey, 680 millones de hindúes (un 56% de la población) están por debajo de este umbral de empoderamiento (que se situaría en un gasto mensual de 1.336 rupias) o, lo que es lo mismo, no tienen acceso a los servicios básicos mencionados.

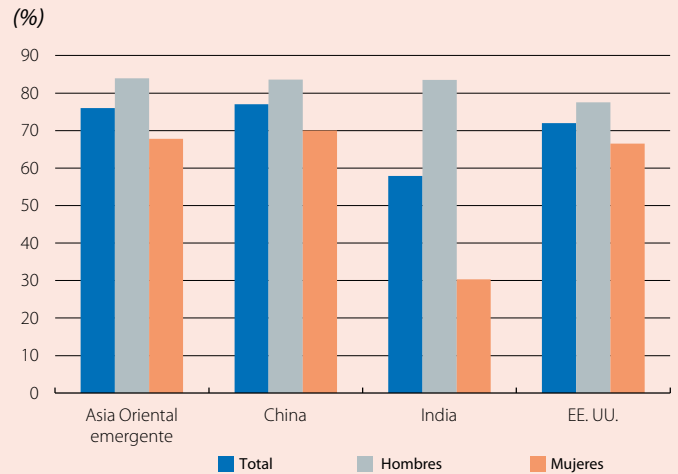
Aunque la amplia victoria de Modi le brinda un mandato sin necesidad de compromisos con otras fuerzas políticas, lo deseable es que lleve a cabo reformas inclusivas para abordar el problema de la pobreza. Reducir el porcentaje de población que está por debajo del umbral de empoderamiento equivaldría a crear una clase media hindú, como ya está sucediendo en

mayor o menor medida en otros países emergentes del Asia Oriental. Las reformas inclusivas que debería afrontar Modi se articulan sobre cuatro pilares básicos: aumentar el empleo (la tasa de actividad), mejorar la productividad agrícola, reforzar el gasto público en los servicios básicos mencionados e introducir reformas que aseguren que este gasto en servicios llega a sus destinatarios.



El primer pilar, crear empleos aumentando la tasa de actividad, es el que surtiría el efecto cuantitativo más importante. La India tenía en 2012 una tasa de actividad del 58% (para la población de entre 15 y 64 años, según el Banco Mundial), mientras que el conjunto del Asia Oriental emergente presentaba un 76%. Considerando que el 65% de la población india se encuentra en este intervalo de edad, el déficit de población activa de la India se cifrará en 142 millones de empleos. La mayor parte de estos puestos deben crearse en la industria (construcción y manufacturas). Las actuaciones necesarias para incrementar la tasa de actividad incluyen una mejora drástica de las infraestructuras (generación de energía y transporte, principalmente) destinadas a favorecer el crecimiento del sector manufacturero, que es un auténtico punto débil de la economía. También se necesitaría reducir las cargas administrativas que ahogan a las empresas, eliminar algunos impuestos distorsionantes y mejorar el funcionamiento del mercado inmobiliario. Estas mejoras deberían ayudar a combatir una de las flaquezas más importantes de la India: el tamaño insuficiente de sus empresas, que se traduce en una merma de productividad. En la India, el 84% de las empresas manufactureras tenían menos de 50 empleados en 2009, proporción que en China solo era del 25%.

### Tasa de actividad \*



**Nota:** \* Porcentaje de personas económicamente activas respecto a la población de entre 15 y 64 años.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del Banco Mundial.

Otro objetivo esencial del pilar del trabajo es la reducción de las diferencias de género. La baja tasa de actividad de la India se explica en su totalidad por la escasa participación de la mujer en el mercado laboral. El 83% de la población masculina de entre 15 y 64 años estaba trabajando o buscando trabajo en 2012, cifra muy similar al 84% del Asia Oriental emergente. Sin embargo, entre las mujeres este porcentaje se reducía al 30%, mientras que en el Asia Oriental emergente estaba en el 68%. El *gap* entre hombres y mujeres (de 53 p. p.) es de los más altos del planeta. Es deseable que las medidas correctivas no tarden en llegar, porque según la Organización Mundial del Trabajo la dinámica es de empeoramiento: la tasa de actividad femenina decrece. Si bien es cierto que ha habido un incremento de la incorporación de mujeres a la universidad y siempre hay errores de medida en estas estadísticas, esto no explicaría más que una parte de este descenso. Otras posibles causas se remiten a factores culturales: muchas mujeres dejan su trabajo cuando la renta familiar sube por encima de la subsistencia o están «adscritas» a sectores de poco crecimiento, como la agricultura, o que han sufrido más las consecuencias de la crisis.

En este sentido, cobra importancia el segundo pilar: elevar la productividad agrícola. Las deficiencias hindúes en el sector secundario hacen que gran parte de la población siga trabajando en la agricultura (según el Banco Mundial, la agricultura absorbía el 47% de los empleados de la India frente al 34% de China). Este retraso queda exacerbado por la baja productividad del sector agrícola indio en relación con otras economías emergentes. Las reformas deberían incluir la eliminación de restricciones a los precios agrícolas (con una revisión de la Ley de Comités de Mercado de 2003 y la racionalización de los controles administrativos de precios, que introducen muchas distorsiones). Asimismo, también es deseable establecer programas de seguros para malas cosechas (con participación del sector privado), reformar el mercado del suelo, mejorar el acceso al crédito de los granjeros, incentivar el uso de la tecnología y reducir el número de organismos públicos involucrados en la política agrícola.

El tercer pilar consiste en aumentar el gasto público en los servicios básicos, que en 2012 fue equivalente al 11% del PIB. Según la consultora McKinsey, un incremento del 6,7% anual durante 10 años (razonable, considerando el crecimiento de la India) debería ser suficiente para situar a la mayoría de la población por encima del umbral de empoderamiento. Sin embargo, dada la ineficiencia gubernamental, el éxito de esa actuación no se concibe sin la contribución del cuarto pilar. Es decir, aumentando el gasto se conseguirá poco si no se acomete, antes o en paralelo, la reforma del funcionamiento de la Administración. Esta reforma debe consistir en lograr una mayor transparencia, una descentralización de poderes hacia los *Gram panchayats* (Gobiernos locales), un rediseño de los incentivos de los burócratas, la lucha contra la corrupción y la creación de una agencia independiente focalizada en las grandes prioridades.

El reto es grande, pero la claridad de la victoria libera a Modi de compromisos, y pocas veces la recompensa vale tanto la pena. 1.200 millones de ciudadanos indios están esperando.

Jordi Singla

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



## PUBLICACIONES

Todas las publicaciones están disponibles en internet: [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)  
Correio electrónico: [publicacioneseestudios@lacaixa.es](mailto:publicacioneseestudios@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: [publicacionestudios@lacaixa.es](mailto:publicacionestudios@lacaixa.es)

 "la Caixa" Research en Twitter



@laCaixaResearch

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

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

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

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

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

Diseño y producción: [www.cege.es](http://www.cege.es)  
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947



ELEMENTAL  
CHLORINE  
FREE  
GUARANTEED

