

COYUNTURA · Crecimiento lento pero sostenido

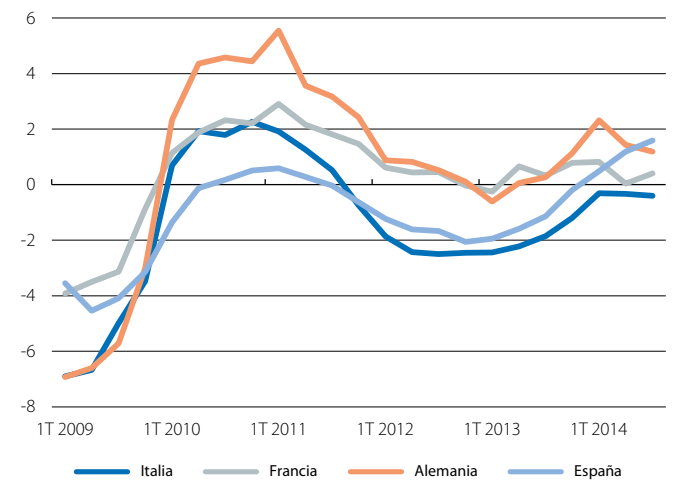
La recuperación de la eurozona avanza según lo previsto: lentamente y con diferencias entre países. Los datos del PIB del 3T mostraron un débil crecimiento en la eurozona, del 0,2% intertrimestral (0,1% en el 2T). Destaca el avance de España, del 0,5% intertrimestral, que superó ampliamente el de la eurozona. Por el contrario, la economía italiana volvió a contraerse. Esta vez, las cifras depararon sorpresas positivas en Francia, con un avance mayor de lo previsto, aunque gracias al gasto público y a la acumulación de *stocks*, unos motores difíciles de mantener. Alemania creció un 0,1%, lo que aleja el miedo a una recesión tras la leve caída del 2T. Durante los próximos meses, esperamos que la recuperación de la eurozona continúe, apoyada gradualmente por el abaratamiento del petróleo, la depreciación del euro y la reactivación del crédito (por las medidas de política monetaria y la publicación de la revisión de los activos de la banca y las pruebas de estrés llevados a cabo por el BCE).

La Comisión Europea revisa a la baja el crecimiento de la eurozona. En concreto, prevé que la eurozona crezca un 0,8% en 2014 y un 1,1% en 2015. La demanda doméstica, menos vigorosa de lo previsto, y la materialización de los riesgos existentes durante la primera mitad del año (reducción del comercio mundial, conflictos en Ucrania y Oriente Próximo), han propiciado la revisión. La CE vaticina una lenta recuperación en 2015 apoyada por la demanda interna y, en particular, por la inversión, dado el entorno de política monetaria acomodaticia, la mejora de los costes de financiación y la menor necesidad de desapalancamiento. La propia CE contribuirá con el plan Juncker, cuyas medidas buscan fomentar la inversión privada y pública en un entorno de liquidez abundante pero que no se traduce en financiación de nuevos proyectos. El plan contempla la creación del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas con una capacidad financiera esperada de 315 miles de millones de euros para invertir en proyectos de largo plazo (infraestructuras estratégicas, de transporte, I+D, etc.), así como para apoyar el crédito a las pymes. El éxito de este plan dependerá, no obstante, tanto de la operativa y la selección de proyectos como de la capacidad de absorción de pérdidas del capital público, limitada *a priori*. Dentro del Semestre Europeo, la CE ha alertado a siete países del riesgo de desviación del objetivo de déficit público para 2015. Además, Bélgica, Francia e Italia se exponen a sanciones si no toman medidas adicionales para corregir sus niveles de déficit (véase el Focus «¿Están tomando las medidas adecuadas Francia e Italia?»).

Crecimiento moderado de la actividad en la eurozona. En las encuestas de opinión de la CE al sector manufacturero, las empresas reportan una ligera desaceleración de los pedidos industriales, aunque continúan en terreno positivo. La misma lectura de crecimiento moderado puede leerse en el índice PMI

Crecimiento del PIB

Variación interanual (%)



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

Previsiones de crecimiento del PIB de la Comisión Europea

Variación interanual (%)

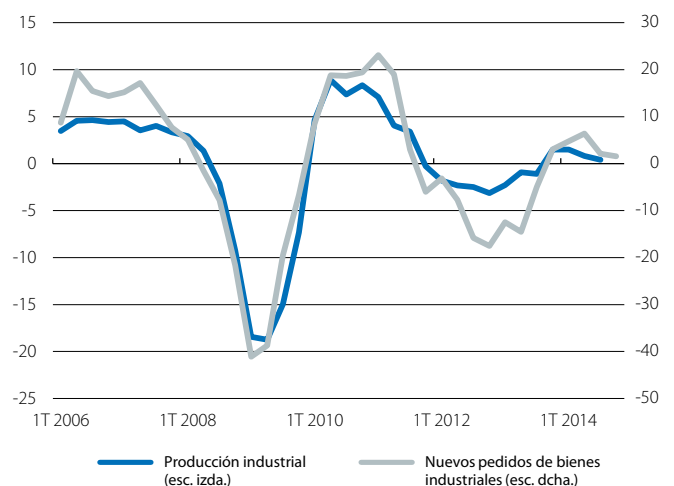
	Previsión PIB			Variación respecto previsión primavera 2014	
	2013	2014	2015	2014	2015
Eurozona	-0,5	0,8	1,1	▼ 0,4	▼ 0,6
Alemania	0,1	1,3	1,1	▼ 0,5	▼ 0,9
Francia	0,3	0,3	0,7	▼ 0,7	▼ 0,8
Italia	-1,9	-0,4	0,6	▼ 1,0	▼ 0,6
España	-1,2	1,2	1,7	▲ 0,1	▼ 0,4

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

Eurozona: indicadores de actividad

Variación interanual (%)

(Índice)



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

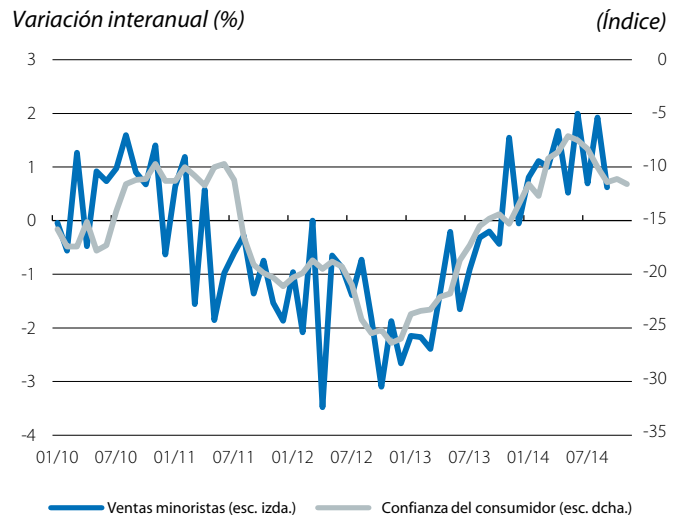
compuesto de la eurozona, que sigue en zona expansiva pero por debajo del promedio del 3T. Esta estabilidad enmascara distintos desarrollos por sectores de actividad (avances en industria y comercio minorista, sin cambios en servicios y con deterioros en construcción) y por países (mejoras en Francia y España, retrocesos en Alemania e Italia).

Estabilización de los indicadores de demanda. Las ventas minoristas en septiembre moderaron su ritmo de crecimiento pero se mantuvieron en tasas positivas. La tendencia de la serie muestra que, desde el inicio del año las ventas han crecido cerca del 1% interanual. Sin embargo, la lentitud de la recuperación de la eurozona no parece generar más optimismo a los consumidores, cuyo indicador de confianza disminuyó en noviembre. Este pesimismo debería disiparse a medida que la recuperación se afiance y mejore la situación del mercado laboral. De momento, no obstante, el descenso de la tasa de paro está siendo muy paulatino. En octubre, la tasa de paro se mantuvo en el 11,5%, por debajo del 11,9% registrado hace un año, pero sin cambios respecto a los dos meses anteriores. Tampoco las expectativas de desempleo apuntan a una mejora significativa durante los próximos meses.

Alemania: el consumo privado tira del carro. El detalle del crecimiento del PIB alemán para el 3T nos permite ser optimistas. Aunque el crecimiento intertrimestral fue moderado, tanto el consumo privado como las exportaciones crecieron con fuerza. Las aportaciones negativas de la inversión y de la variación de existencias fueron las causantes de la tasa de crecimiento tan moderada en el 3T. Sin embargo, a juzgar por la evolución más favorable de los indicadores de más alta frecuencia de noviembre, como el IFO y el ZEW, la inversión debería repuntar en el último trimestre del año. Además, la composición del PIB germano en el 3T muestra un avance más equilibrado (la contribución de la demanda interna y la externa fue de 0,3 p. p. y 0,2 p. p., respectivamente). El dinamismo del consumo privado debería mantenerse, a tenor del buen comportamiento del mercado laboral alemán, con una tasa de paro en mínimos históricos (4,9% en noviembre), y de los bajos tipos de los nuevos créditos a hogares para la vivienda y para el consumo (también en mínimos), y alejar la inquietud de que la actividad alemana, el motor de la eurozona, pueda entrar en una fase de estancamiento.

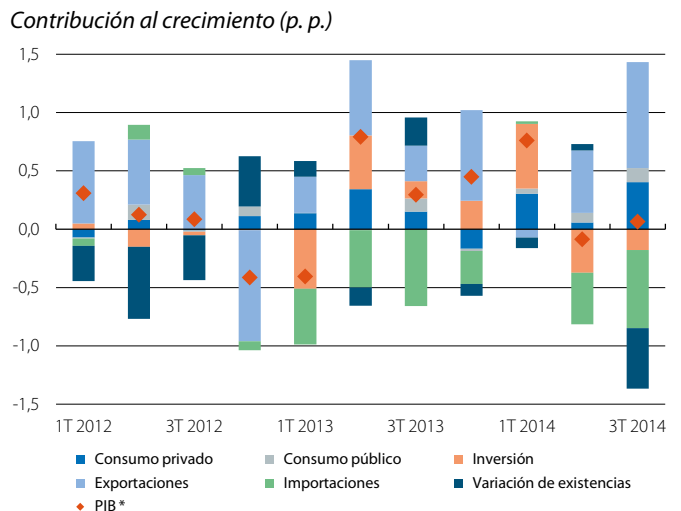
Crecimiento robusto en la Europa emergente. A pesar de la incertidumbre generada por el conflicto Rusia-Ucrania y del tono económico relativamente moderado de la eurozona, el proceso de recuperación de la Europa emergente sorprende por su robustez. Una explicación importante es la resistencia de la demanda interna y, en particular, de la inversión. Asimismo, el incremento del consumo privado en Alemania puede haber favorecido la buena marcha de la Europa emergente por su estrecha dependencia. De cara al próximo año, se espera que, en conjunto, este bloque de países siga creciendo en torno al 3%, apoyado sobre todo por el dinamismo de Polonia, la mayor de estas economías.

Eurozona: indicadores de consumo



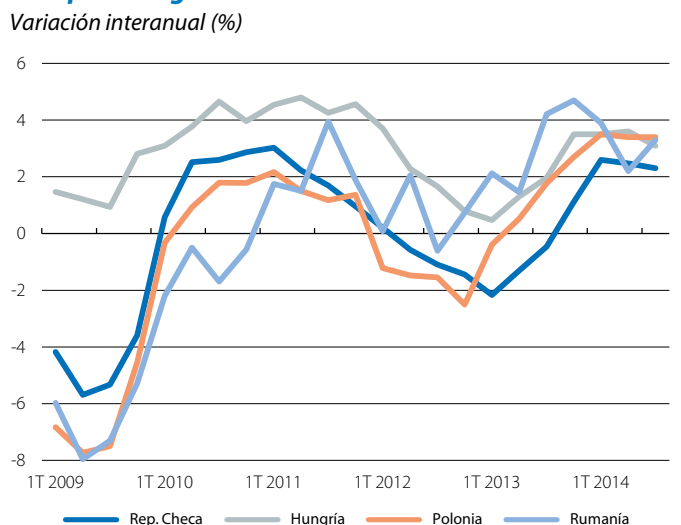
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

Alemania: crecimiento intertrimestral del PIB



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

Europa emergente: crecimiento del PIB



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

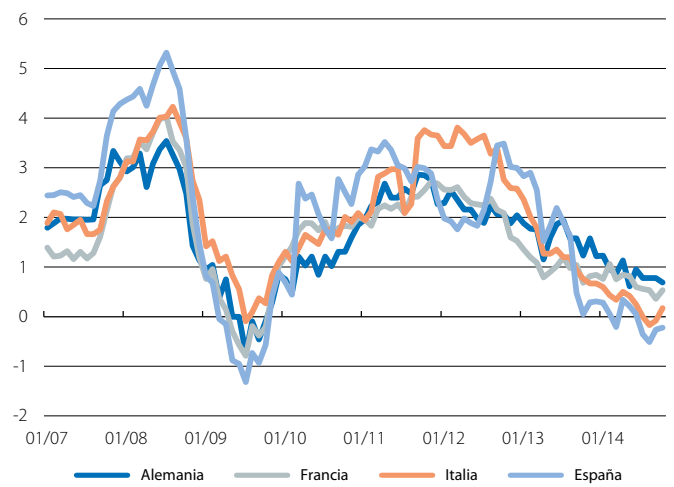
La inflación se mantiene débil. En noviembre, la inflación bajó una décima hasta el 0,3%, debido a la caída del precio de la energía. Por países, el dato de octubre, el último disponible, mostró diferencias notables, siendo más bajo en Italia y en España (en esta última, en terreno negativo). A corto plazo, se espera que el descenso del precio del petróleo siga presionando la inflación a la baja, sobre todo ante la falta de acuerdo para restringir la producción por parte de los países de la OPEP. La inflación subyacente, no afectada por la energía, se mantuvo en cotas bajas, del 0,7%, reflejo del tono débil de la actividad económica. El abaratamiento del petróleo, a pesar de arrastrar a la baja la inflación, no es una mala noticia para la eurozona, importadora neta de petróleo, ya que conlleva una reducción importante en los costes de producción, lo que mejora su posición competitiva y la capacidad de compra de los hogares.

El sector exterior recupera el pulso. La balanza comercial de la eurozona registró un superávit del 2,5% del PIB en septiembre (acumulado de 12 meses), continuando la mejora de agosto. El avance se debió, en parte, a los incrementos del superávit de bienes (por la mejora de las exportaciones) y, en menor medida, al de servicios, lo que afianza el papel del sector exterior como motor de la recuperación. Además, la reciente depreciación del euro respecto al dólar debería ayudar a impulsar las ventas al exterior al abaratar el precio final de los bienes producidos, sobre todo en países como Francia e Italia (véase el Focus «La sensibilidad de las exportaciones de la eurozona ante los movimientos cambiarios»). Por tanto, el sector exterior recuperará protagonismo durante los próximos meses. Esta lectura más positiva también se desprende de las últimas encuestas de opinión de la CE. En general, las empresas se muestran más optimistas sobre sus expectativas de exportar, con índices superiores al promedio histórico.

La mejora de la capacidad crediticia apoyará la recuperación. Los resultados de la encuesta de acceso a la financiación de las empresas de la eurozona ponen de manifiesto que la situación financiera de estas ha mejorado en los últimos seis meses, en parte como resultado del aumento del número de empresas, del 10%, que ha incrementado su facturación. Paralelamente, la política monetaria más expansiva del BCE ha permitido que el coste del crédito para las empresas y los hogares haya descendido gradualmente (también las diferencias entre países han disminuido). Si bien la fragmentación financiera sigue siendo notable, es mucho menor que hace unos meses. Así, por ejemplo, mientras las empresas alemanas pagaron un tipo de interés en septiembre del 2,6% para los créditos inferiores a un millón de euros, las españolas lo hicieron al 4,2%. Hace un año, los tipos eran más elevados y más dispares, del 2,8% y del 5,0% respectivamente. Durante los próximos meses, se espera que la capacidad crediticia del sector bancario siga mejorando y el proceso de desfragmentación continúe. La mejora de la credibilidad en el sector bancario fruto de los resultados favorables de las pruebas de estrés a los que el BCE ha sometido a la banca ayudará a que así sea.

Inflación

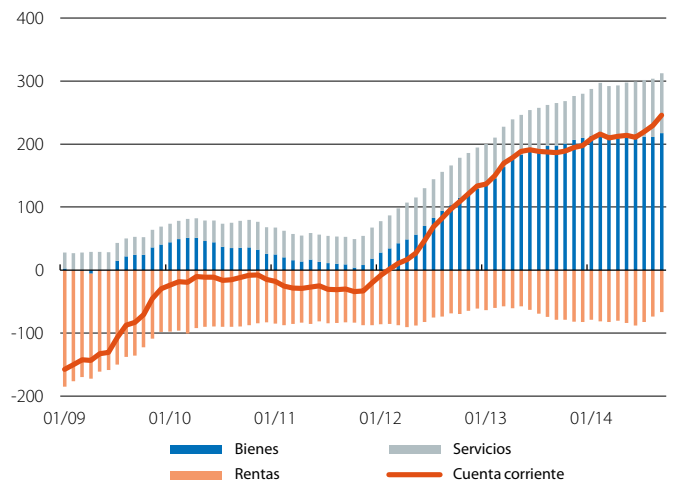
Variación interanual (%)



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

Eurozona: saldo de la cuenta corriente

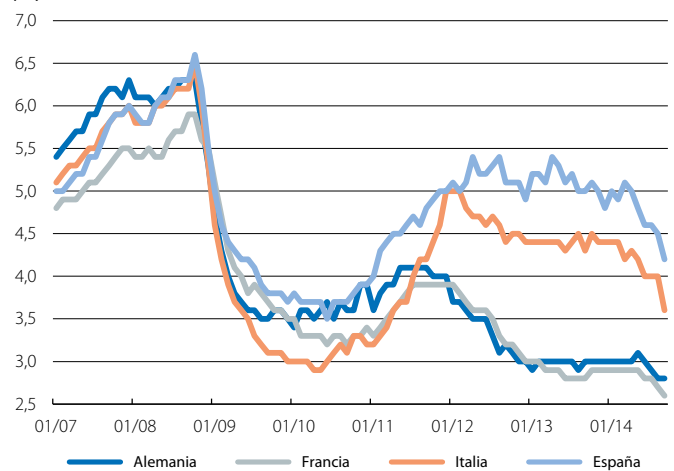
Miles de millones de euros (acumulado de 12 meses)



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

Tipo de interés de los créditos a empresas inferiores a 1 millón de euros

(%)



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