

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

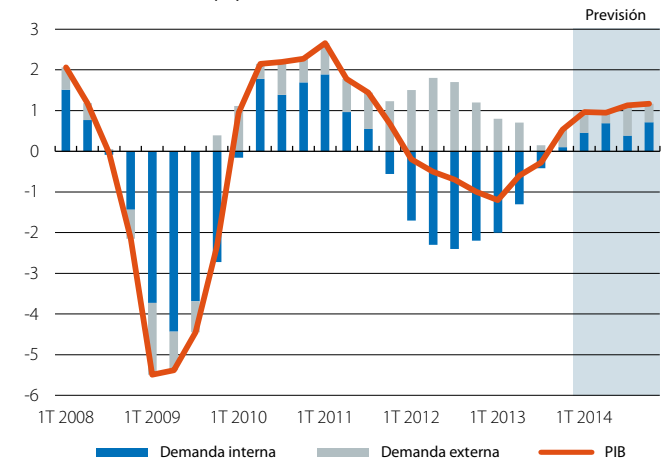
La recuperación económica se consolida. El flujo de indicadores publicados durante el mes de marzo sigue dibujando un escenario de recuperación gradual, pero con matices a tener en cuenta. La demanda interna, especialmente la inversión, presenta un tono algo más robusto de lo que se anticipaba. También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

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

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

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

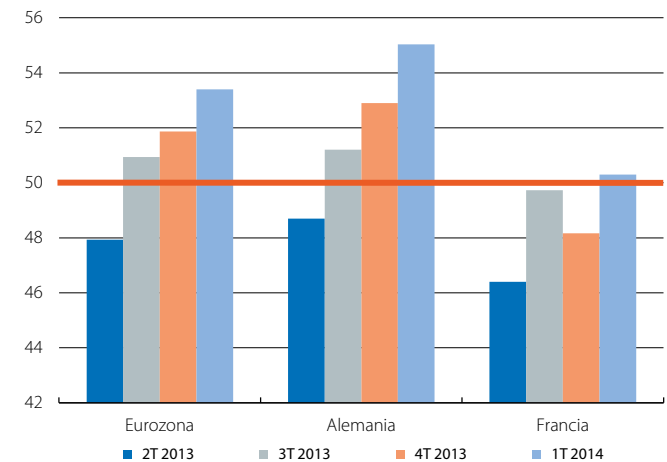
Variación interanual (%)



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

Índice PMI de manufacturas

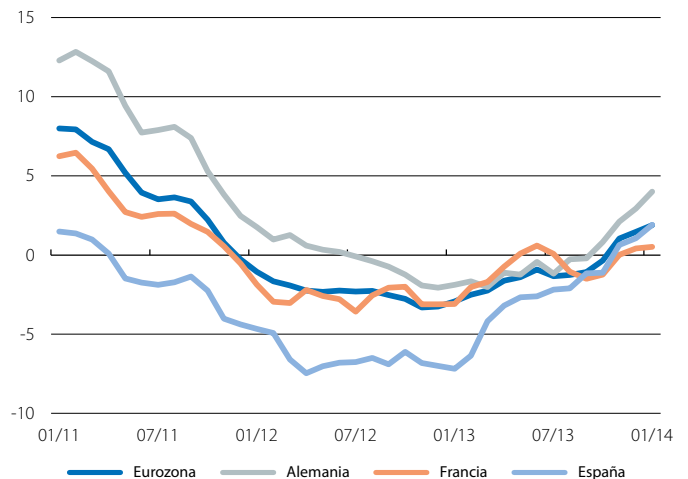
Promedio trimestral



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

Índice de producción industrial

Variación interanual, media móvil de tres meses (%)



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

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

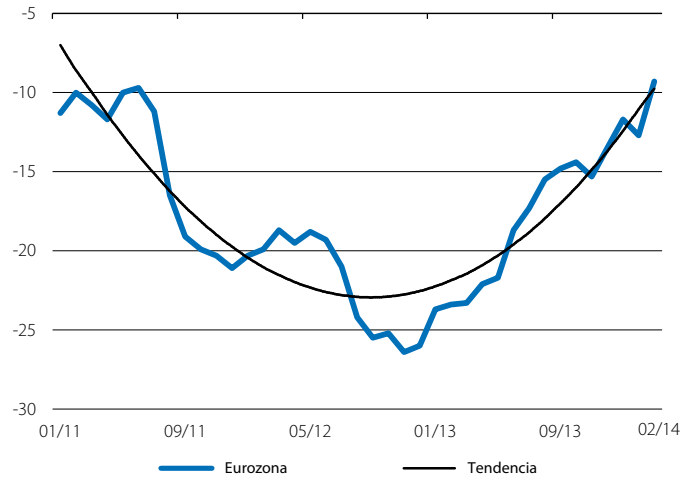
El consumo de los hogares sigue en positivo. La confianza del consumidor avanzó significativamente en el mes de marzo y situó el promedio del primer trimestre del año claramente por encima de los registros de cierre de 2013. Es notable, además, que por primera vez desde mediados de 2011, la confianza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

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

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

Eurozona: confianza del consumidor

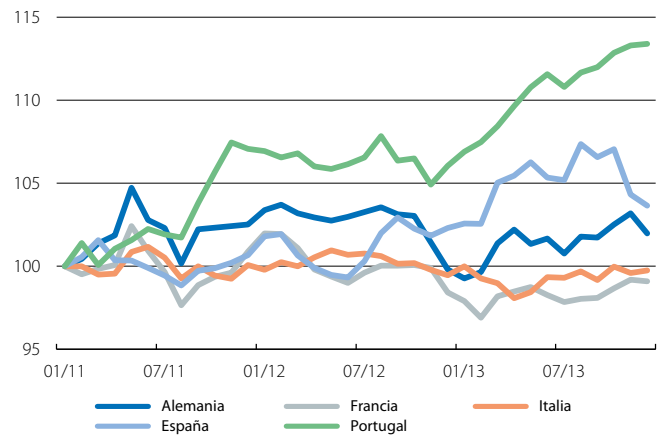
(Índice)



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

Evolución de las exportaciones de bienes en términos reales

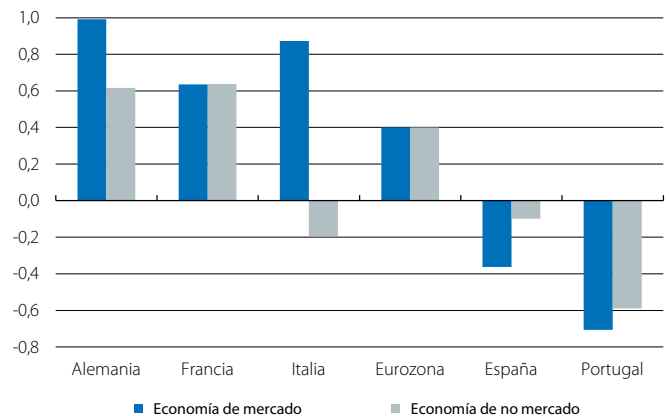
(Índice, enero 2011 = 100)



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

Eurozona: coste laboral por hora

Variación intertrimestral en 4T 2013 (%)



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

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

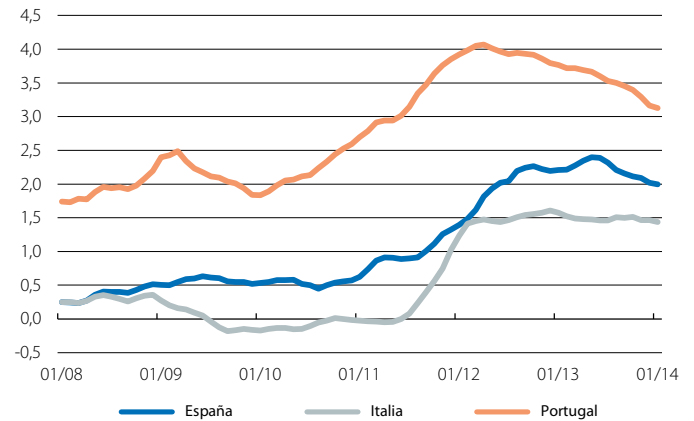
El diferencial del tipo de interés de los préstamos a empresas inferiores a 1 millón de euros entre España y el promedio de los países del núcleo ha bajado gradualmente desde el mes de junio de 2013; en Portugal, también se observa una trayectoria descendiente. En Italia, el diferencial se ha mantenido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

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

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

Tipo de interés del crédito a empresas

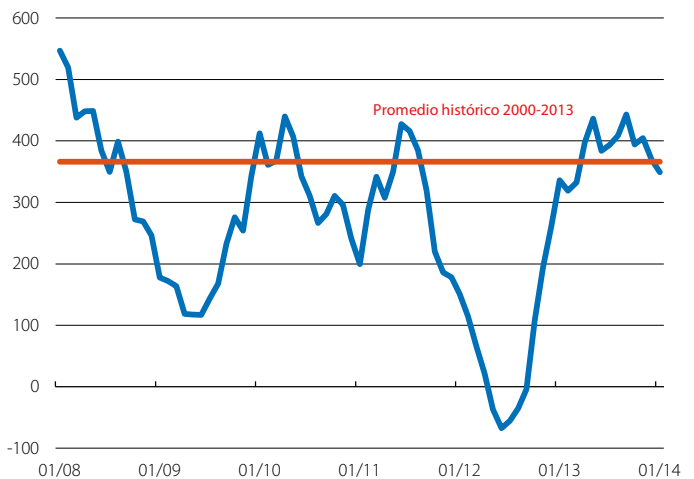
Diferencial con respecto a los países núcleo, media móvil de tres meses (%)



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

Eurozona: entrada neta de inversión en cartera

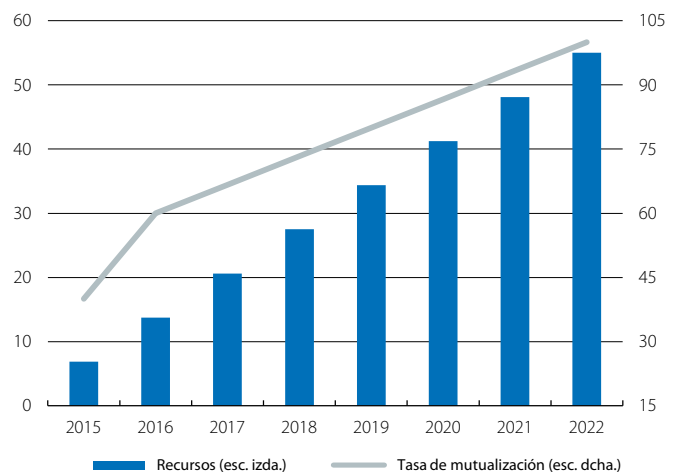
(Miles de millones de euros)



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

Dotación al Fondo de Resolución Bancaria

(Miles de millones de euros)



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