

COYUNTURA · Más pesimismo que debilidad

El crecimiento continúa débil en la eurozona, pero irá ganando tracción gradualmente. El FMI ha rebajado las previsiones de crecimiento de las principales economías de la eurozona, a excepción de España, y predice una lenta recuperación a distintas velocidades. Alemania y España crecerán a un mayor ritmo que Francia e Italia, entrando esta última incluso en recesión en 2014. En este contexto de débil crecimiento, los pequeños shocks se perciben con más intensidad que en países con mayores tasas de crecimiento, donde una reducción similar del crecimiento es menos problemática. Quizás por ello el FMI ha acompañado la revisión a la baja de las previsiones para la eurozona con un discurso muy pesimista, aunque su escenario central sea de recuperación gradual. A grandes rasgos, la desaceleración del crecimiento que se ha producido los últimos trimestres es fruto de la ralentización del comercio a nivel global y de la reaparición en escena de conflictos geopolíticos latentes. Ambos son factores temporales y, por tanto, no deberían empañar el proceso de recuperación a medio plazo.

Las tendencias de fondo son muy distintas entre países. El deterioro de las perspectivas de crecimiento ha puesto encima de la mesa la necesidad de tomar medidas para relanzar el crecimiento de la eurozona. De todas formas, las diferencias entre países son muy notables y, por tanto, aunque es deseable un alto nivel de coordinación a nivel europeo, cada caso necesita ser tratado por separado. Un breve repaso del crecimiento per cápita de los últimos años sirve para ilustrarlo. Alemania y Francia experimentaron tendencias similares hasta la crisis financiera global, pero sus caminos han divergido a partir de entonces. El país germánico se ha visto beneficiado por las reformas estructurales llevadas a cabo a principios de los años 2000, mientras que en Francia se ha puesto en evidencia la falta de dinamismo de su economía. Las dolencias de la economía italiana, con raíces profundas, hace años que se conocen y son un verdadero reto para el ejecutivo de Mateo Renzi. Finalmente, España, creció de manera continuada hasta 2008, pero no era un crecimiento sólido y se derrumbó a partir de entonces. Sin embargo, la corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos y las importantes reformas estructurales llevadas a cabo están permitiendo una recuperación que, de momento, sorprende por su vigor. A más largo plazo, el reto para España es lograr que el crecimiento sea equilibrado y sostenible.

Aumenta la presión para que Francia e Italia tomen medidas que impulsen su capacidad de crecimiento a largo plazo. La vulnerabilidad que han mostrado Francia e Italia durante los últimos meses ha vuelto a poner al descubierto las carencias de ambas economías. En este contexto, se inició un intenso, y a veces tenso, debate a nivel europeo sobre qué medidas se debían adoptar. Finalmente parece que se ha encontrado un equilibrio en un ajuste fiscal ligeramente menor al inicialmente

Eurozona: previsiones del FMI

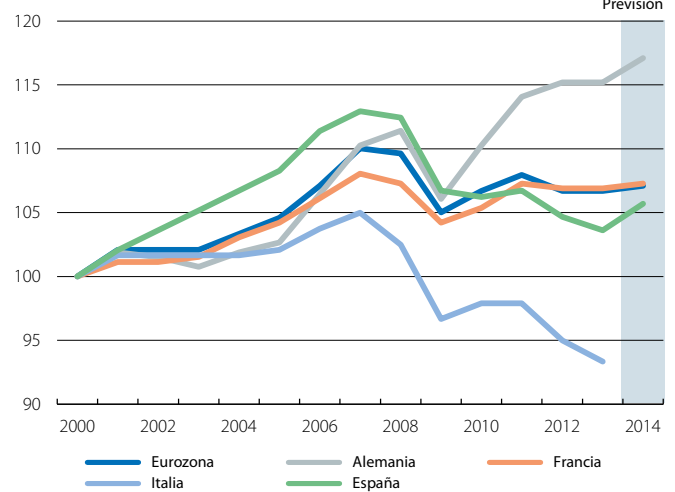
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación frente a la previsión de julio de 2014	
	2013	2014	2015	2014	2015
Eurozona	-0,4	0,8	1,3	▼ 0,3	▼ 0,2
Alemania	0,5	1,4	1,5	▼ 0,5	▼ 0,2
Francia	0,3	0,4	1,0	▼ 0,4	▼ 0,5
Italia	-1,9	-0,2	0,8	▼ 0,5	▼ 0,3
España	-1,2	1,3	1,7	▲ 0,1	▲ 0,1

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

PIB per cápita

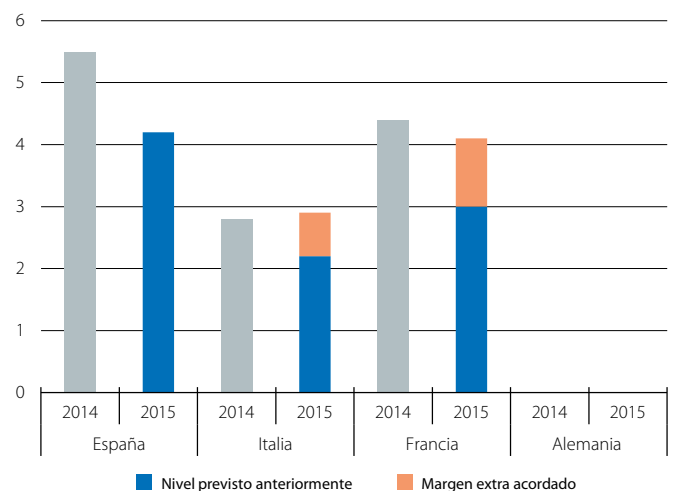
Índice (2000 = 100)



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

Eurozona: déficit público previsto para 2014 y 2015

(% PIB)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de los datos de los respectivos Gobiernos nacionales.

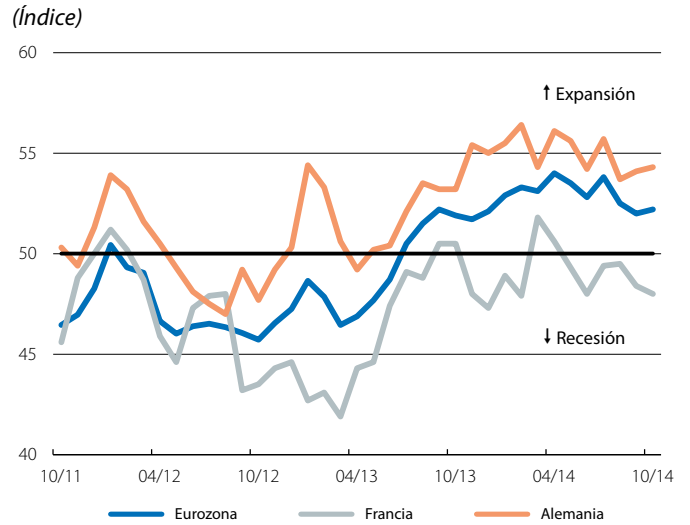
previsto a cambio de un impulso de la agenda de reformas. La reducción del déficit estructural que prevén estos países se sitúa en 0,5 p. p. para el caso de Francia y en 0,3 p. p. en el de Italia, un ajuste que en principio Bruselas ha dado por bueno a pesar de que no se cumplirán los objetivos de déficit fijados para 2015 (4,1% frente a 3,0% en Francia y 2,9% frente a 2,2% en Italia). En cuanto a la agenda reformadora, ya se empieza a percibir un cambio de actitud. Francia, al reciente pacto de responsabilidad y solidaridad y el *crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* han añadido medidas como la reducción de las tasas en sectores regulados y una mayor facilidad administrativa para la creación de empresas. En Italia se está avanzando para aprobar una reforma laboral que reduzca la importante rigidez existente, que desincentiva la contratación. Todas estas reformas deberían aumentar la competitividad de las empresas y el crecimiento potencial, aunque son tímidas en comparación con las emprendidas por varios países periféricos y deberían profundizarse más, en particular en el mercado laboral.

La mayoría de indicadores de actividad mejoran ligeramente en octubre. A corto plazo, la pobre evolución de los indicadores en el 3T no debería ser la antesala de una tercera recesión. De hecho, en el 4T ya se observan tímidas mejoras. Tanto el índice PMI como el índice de sentimiento económico de octubre señalan un crecimiento ligeramente positivo y ayudan a alejar los miedos a una tercera recesión. De todas formas, el todavía tenue crecimiento de la eurozona está obligando a muchas empresas a reducir márgenes. Por países, destacan las ligeras mejoras de ambos indicadores en Alemania. El índice PMI lleva 18 meses en zona expansiva, aunque se mantiene en niveles inferiores a los de principios de año. Francia e Italia, en cambio, siguen en zona contractiva.

Los indicadores de demanda también experimentan leves avances. Las ventas minoristas en agosto evolucionaron más positivamente que en los primeros meses del año, aunque permanecen en niveles bajos. También el índice de confianza del consumidor mejoró en octubre después de varios meses de descensos. Sin embargo, como sucede con los indicadores de actividad, la disparidad entre países es notable. En el lado positivo destaca Alemania, mientras que en el lado negativo Francia e Italia son los protagonistas.

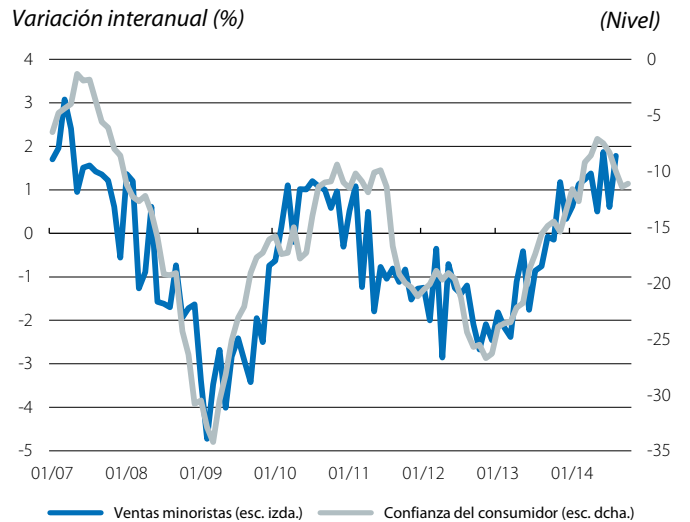
La lenta mejora del mercado laboral limita la capacidad de recuperación de la demanda interna. La tasa de paro de la eurozona se mantuvo en el 11,5% en septiembre de 2014, por debajo del 12,0% registrado un año antes pero sin cambios respecto a los dos meses anteriores. Además, las expectativas de desempleo no apuntan a mejoras notables a corto plazo, aunque mejoraron ligeramente. Por países, mientras Alemania continúa con una tasa de desempleo en mínimos históricos y los países periféricos experimentan mejoras, ni Francia ni Italia consiguen recuperarse. A nivel europeo, sigue siendo particularmente preocupante el nivel de desempleo entre los jóvenes de 16 a 25 años (21,6%), casi cinco millones de jóvenes en la eurozona están desempleados. El problema es acuciante en España (53,7%), Grecia (50,7%), Italia (42,9%) y Francia (24,4%).

Índice PMI compuesto



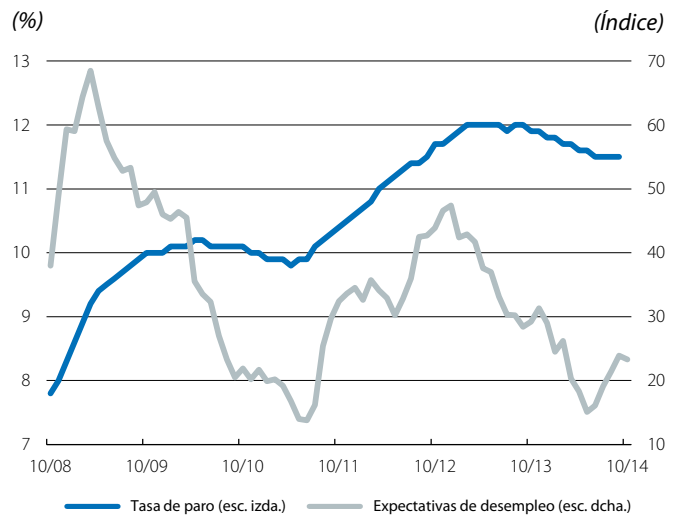
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit Economics.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Eurozona: indicadores del mercado laboral



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

Una aceleración de las reformas estructurales en los mercados de trabajo, así como un buen uso de los fondos disponibles en programas como la iniciativa de Empleo Joven y el Fondo Social Europeo, deberían ayudar a mejorar las posibilidades de los jóvenes en el mercado laboral.

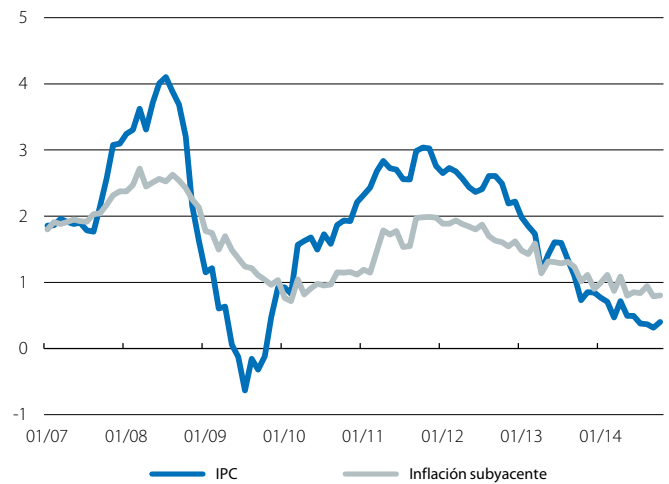
La inflación, reflejo de la actividad económica, irá cambiando de tono. La tasa de inflación general subió una décima en septiembre, hasta el 0,4% interanual, y la inflación subyacente se mantuvo en el 0,8%. El aumento de la inflación general se debe a los componentes más volátiles, en particular al incremento de los precios de los alimentos y a la moderación de la caída de los precios energéticos. En los próximos meses, a medida que se alejen los temores a una tercera recesión, la demanda interna vaya recuperando el tono y el euro siga depreciándose, la inflación debería ir dibujando una senda alcista. En cualquier caso, no se espera que sea muy pronunciada, ya que los elementos que la empujan en esta dirección son débiles y, además, la caída del precio del petróleo supondrá un importante factor de presión a la baja.

El sector exterior recuperará protagonismo en los próximos trimestres. Tanto las exportaciones de bienes como las importaciones de bienes se redujeron en agosto en relación con el mes anterior (0,9% y 3,1% respectivamente), aunque han mejorado con respecto a la primera mitad del año. La debilidad experimentada desde principios de año se debió a factores temporales, como la ralentización del comercio a nivel global y la emergencia de los conflictos geopolíticos en Ucrania y Oriente Próximo. Por tanto, a medida que estos factores vayan perdiendo influencia, el sector exterior irá recuperando el protagonismo que ha ostentado durante los últimos años. La depreciación del euro y la reducción del precio del petróleo son factores adicionales que mejorarán la posición competitiva de la economía europea y, por tanto, reforzarán la recuperación de las exportaciones a corto y medio plazo.

El crédito bancario también se convertirá en un factor de apoyo a la recuperación. Los criterios de aprobación de préstamos continuaron relajándose en el 3T 2014, especialmente para las grandes empresas. De la encuesta de préstamos bancarios que realiza el BCE también se desprende que en el crédito a hogares el porcentaje neto de entidades que relajaron las condiciones para la compra de vivienda aumentó en el 3T, aunque a un ritmo menor que en el 2T. Es asimismo destacable la relajación de las condiciones de concesión de préstamos al consumo, un factor que debería ayudar a que se reactive el consumo en la eurozona. Esta mejora de la capacidad crediticia del sector bancario está estrechamente ligada a la finalización del proceso de revisión de los activos de la banca (AQR por sus siglas en inglés) y los test de estrés que ha llevado a cabo el BCE. Como se comenta en el Focus «Una banca europea más resistente ante futuras crisis», estas pruebas han sido superadas con éxito por el conjunto del sector, lo que ha reforzado su credibilidad.

Eurozona: inflación

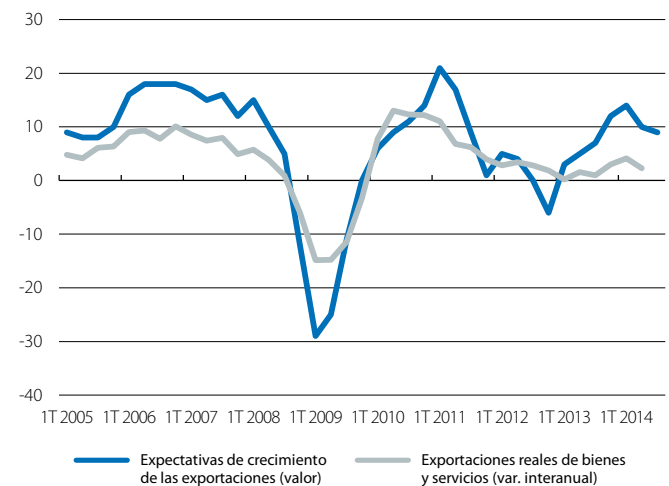
Variación interanual (%)



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

Eurozona: exportaciones

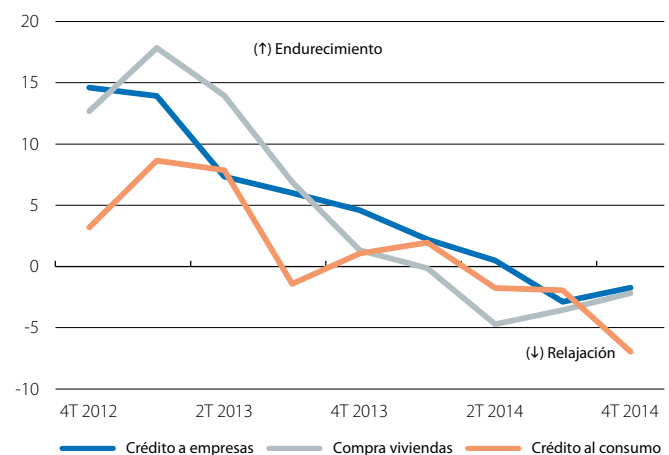
Valor y variación interanual (%)



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

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

Entidades endureciendo (+) o relajando (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



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