

## COYUNTURA · Recuperación en marcha y avances en la unión bancaria

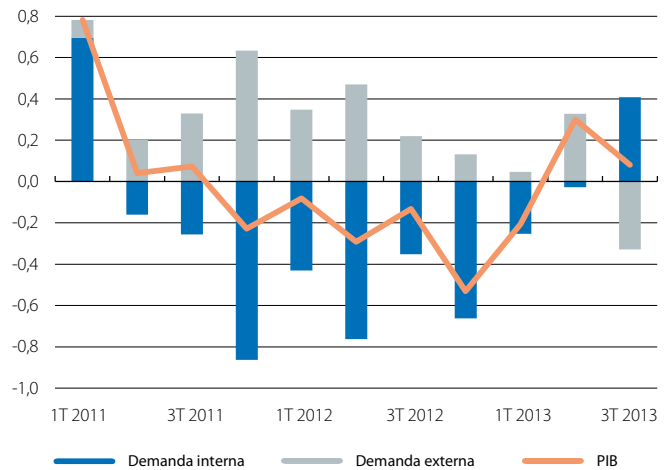
Se confirma el panorama de lenta recuperación para el conjunto de la eurozona. Los últimos datos de confianza siguen marcando el camino de la recuperación y los principales factores que podrían añadir riesgos a la baja al crecimiento de la región parecen estar controlados y van perdiendo fuerza paulatinamente. Las autoridades europeas continúan avanzando hacia la unión bancaria, lo que podría favorecer una mayor fluidez del crédito en el sector privado y ayudar a reducir la fragmentación financiera entre la periferia y el núcleo. La Europa mediterránea asienta su proceso de consolidación fiscal y de corrección de desequilibrios, con cada vez menos presión por parte de las autoridades europeas, lo que facilitará su crecimiento a corto plazo. Todo ello envuelto en un marco de política monetaria expansiva que permite mantener un entorno financiero acomodaticio, a pesar de que la Reserva Federal de Estados Unidos ya haya avanzado que en enero empezará a reducir la compra de activos, aunque manteniendo tipos bajos.

**Cambio de papeles entre demanda interna y externa.** Se confirma la moderación del crecimiento del PIB del 0,1% en 3T (respecto al 0,3% en 2T). La publicación de las contribuciones a este crecimiento revelan el buen comportamiento de la demanda interna, de la mano de la inversión (incremento del 0,4% intertrimestral) y del consumo público (0,2% intertrimestral). Esta mejora contrasta con el menor dinamismo de la demanda externa, la cual ha sido el motor que ha permitido salir de la recesión hasta el momento. Esta ralentización de las exportaciones netas se ha producido por una reducción tanto de las exportaciones como de las importaciones. De todas formas, es preciso remarcar que la desaceleración de las exportaciones ha sido más pronunciada, en parte, debido al encarecimiento del euro respecto al resto de divisas.

**Los indicadores de confianza van en línea con un crecimiento moderado.** El indicador de sentimiento económico publicado por la Comisión Europea mantiene en noviembre la tendencia ascendente iniciada hace un año y se sitúa a niveles del verano del 2011. El dinamismo de la confianza alemana y la mejora gradual de las economías de la periferia explican esa senda. El índice para Francia, en cambio, retrocedió por primera vez desde el inicio del año, lo que muestra la debilidad de la economía gala. El mensaje que podemos extraer de los datos del índice PMI, otro indicador de sentimiento empresarial, va en la misma línea: el PMI compuesto para la eurozona aumentó hasta los 52,1 puntos en diciembre (frente a los 51,7 en noviembre), movido principalmente por el aumento del índice de manufacturas que mejoró en 1,1 puntos, a diferencia de la confianza en el sector servicios que se contrajo ligeramente por tercer mes consecutivo. La mejoría de la actividad se apoya en el buen comportamiento de Alemania, que contrasta con la

### Eurozona: PIB

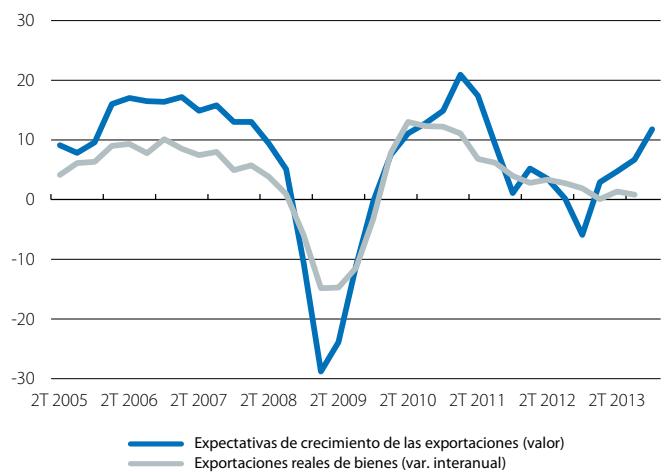
Contribución al crecimiento del PIB y variación intertrimestral (%)



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

### Eurozona: exportaciones

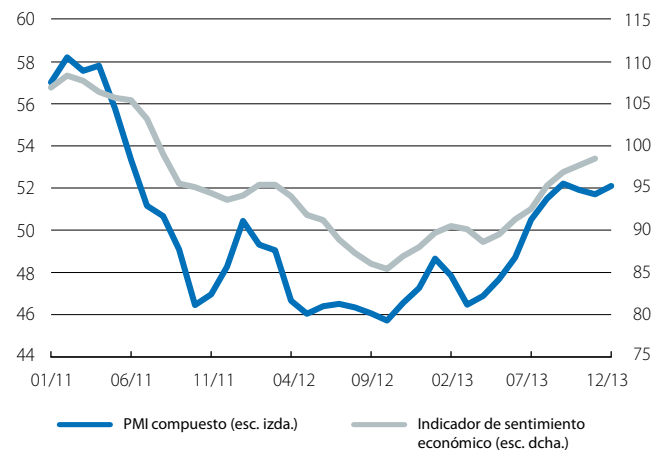
Valor y variación interanual (%)



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

### Eurozona: indicadores de actividad y confianza

(Índice)



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

tendencia a la baja de Francia, cuyo PMI compuesto lleva dos meses consecutivos en zona de contracción económica (véase el Focus «Diferencias en el núcleo de la eurozona»). A pesar de ello, de forma agregada, los PMI siguen en territorio expansivo (por encima de los 50 puntos), lo que confirma que la recuperación de la eurozona se va consolidando lentamente, aunque a distintas velocidades, siendo Alemania la que encabeza la recuperación.

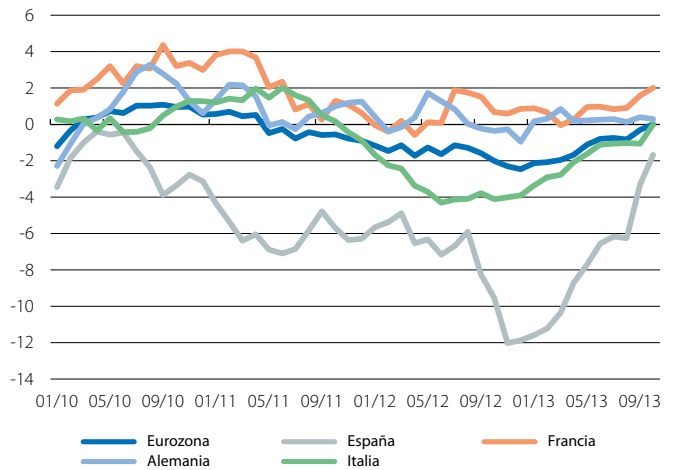
**Los datos de actividad son también alentadores para 4T.** Los datos publicados para 4T siguen mostrando una tendencia de fondo positiva. La producción industrial de la eurozona en octubre avanzó un 0,2% interanual, un nivel claramente superior al de 3T. Esta tendencia se observa en los principales países de la eurozona. Destaca especialmente el avance que se ha producido en Alemania, del 1,1% interanual, y la notable mejora en España e Italia, que todavía se mantienen en cotas negativas pero mucho menores que hace unos meses. También la evolución de las ventas minoristas es relativamente favorable. En octubre avanzaron un 0,3% interanual para el conjunto de la eurozona. En este caso también es muy destacable la mejora que se está produciendo en España, que ha pasado de registrar tasas de variación interanual del -12% a principios de año, hasta situarse por encima del -2% en octubre. En definitiva, si además tenemos en consideración los indicadores de confianza de 4T para el conjunto de la eurozona, todo parece indicar que habrá una ligera mejoría para final de año.

**La destrucción de empleo parece tocar fondo y los precios inician una senda alcista, pero moderada.** Los datos de ocupación de 3T muestran una estabilización respecto al trimestre anterior, observándose dos trimestres consecutivos sin que se destruya empleo. Esto, junto con la gradual recuperación económica, sugiere que la creación neta de empleo está cerca. En cuanto a las tendencias por países, Alemania sigue creando empleo con tasas moderadas (0,2% intertrimestral en 3T respecto al 0,1% en 2T), y Francia lleva tres trimestres consecutivos sin destruir ocupación. Sin embargo, lo más destacable son los datos de los países periféricos, algunos de los cuales empiezan a crear empleo con tasas nada despreciables, como es el caso de Irlanda (1,1% en 3T) y Portugal (1,2% en 3T). Con un mercado laboral aún debilitado, la presión en los precios es a la baja. En noviembre, la inflación para el conjunto de la eurozona se situó en el 0,9% interanual, respecto al 0,7% del mes anterior. El aumento de la inflación ha sido generalizado en la mayoría de países de la eurozona debido, en gran medida, a la menor desaceleración de los precios energéticos respecto al año anterior. Aun así, con la estabilización del mercado laboral y la mejora paulatina de la demanda doméstica, esperamos que los precios sigan en esta senda alcista, aunque de forma moderada (véase el Focus «Perspectivas de inflación moderada en la eurozona»).

**En 2014 se relaja la senda de consolidación fiscal.** Entre 2010 y 2012, los países de la eurozona llevaron a cabo un importante esfuerzo fiscal para contener, en la medida de lo posible, el aumento de la deuda pública. En los presupuestos de 2014

**Ventas al por menor**

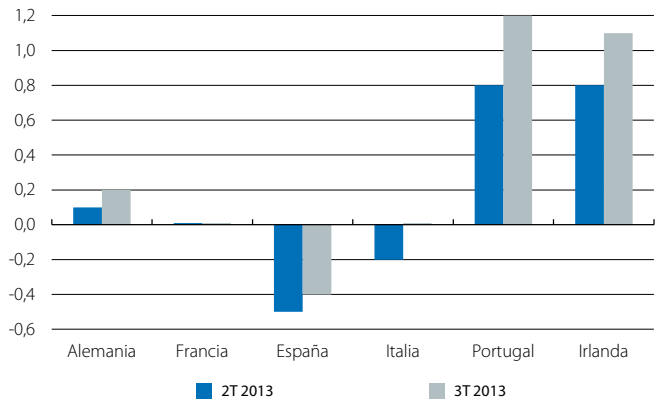
Variación interanual, promedio 3 meses (%)



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

**Tasa de crecimiento del empleo por países**

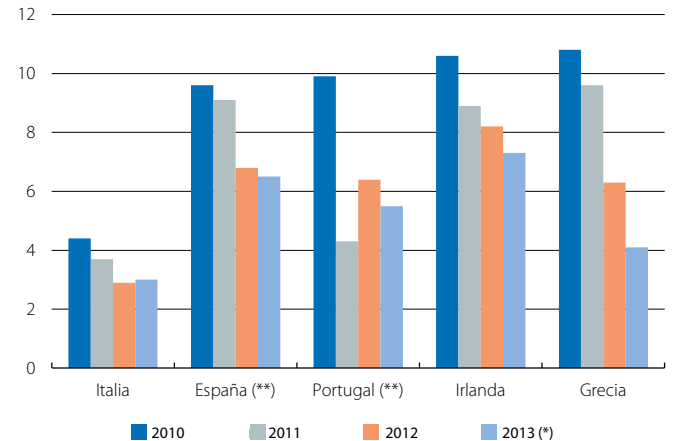
Variación intertrimestral (%)



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

**Déficit público de los países de la periferia**

(% del PIB)



Notas: (\*) Previsiones del FMI.  
 (\*\*) Excluye ayudas a la banca.  
 Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

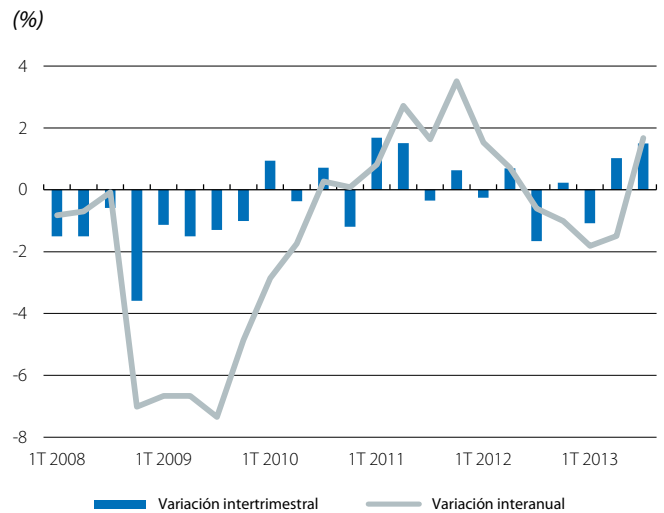
observamos, en general, que se reduce el esfuerzo fiscal que los países periféricos tienen previsto acometer. Asimismo, también se observa que la política fiscal se centra más en los recortes de gasto público que en el aumento de los ingresos, como venía siendo hasta la fecha. Todo ello ayudará a consolidar el proceso de recuperación.

**Los países periféricos se apuntan a la recuperación económica.** La corrección de los desequilibrios en las economías periféricas no solo se ha dado a nivel de sostenibilidad de las cuentas públicas, sino que también han sido muy importantes los avances en lo que respecta a los desequilibrios externos, las ganancias de competitividad y el desapalancamiento del sector privado. El caso más destacado es Irlanda, país que en diciembre ha dado por finalizado, con éxito, el programa de ayuda financiera de la troika. Asimismo, durante las primeras semanas de enero también se formalizará el fin del programa de recapitalización de las instituciones bancarias españolas y, si todo va según lo previsto, Portugal dará por cerrado su programa en junio. Aunque en este último caso todavía existen importantes interrogantes por resolver, parece que poco a poco la crisis de deuda soberana llega a su fin.

**El entorno económico y financiero para las instituciones bancarias sigue siendo un reto.** A pesar de que el sector financiero de muchos de los países de la eurozona ya está saneado o en proceso de conseguirlo, el entorno operativo sigue estresado, lo que debilita la rentabilidad de las instituciones. En este contexto, es importante remarcar que en los últimos meses los bancos han empezado a acelerar el ritmo de devolución de las operaciones de refinanciación a tres años (LTRO) concedidas por el BCE. Los bancos están empezando a preparar sus balances para los tests de resistencia que se llevarán a cabo a lo largo del próximo año y que representan el punto de partida del primer pilar de la unión bancaria, el supervisor bancario único.

**Avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria mediante un pilar fundamental: la unión bancaria.** En diciembre, el Consejo Europeo ratificó el acuerdo alcanzado por los ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (ECOFIN) sobre el mecanismo único de resolución bancaria (MUR). En dicho acuerdo se determina cuándo entrará en vigor el MUR, quién tomará las decisiones y las principales características del fondo común que se creará para ayudar a entidades con problemas de solvencia. El acuerdo alcanzado finalmente ha dejado en manos de los Estados miembros la decisión final de liquidar un banco o la necesidad de recurrir al fondo común para sufragar quiebras y reestructuraciones. Este fondo común dispondrá de una dotación de 55.000 millones de euros, que serán aportados por las propias entidades financieras entre 2016 y 2026. Las instituciones bancarias españolas está previsto que aporten 8.500 millones de euros. Aunque todavía falta la aprobación final del Parlamento Europeo, y a pesar de que este ha mostrado reticencias sobre el acuerdo alcanzado, no se prevén cambios significativos.

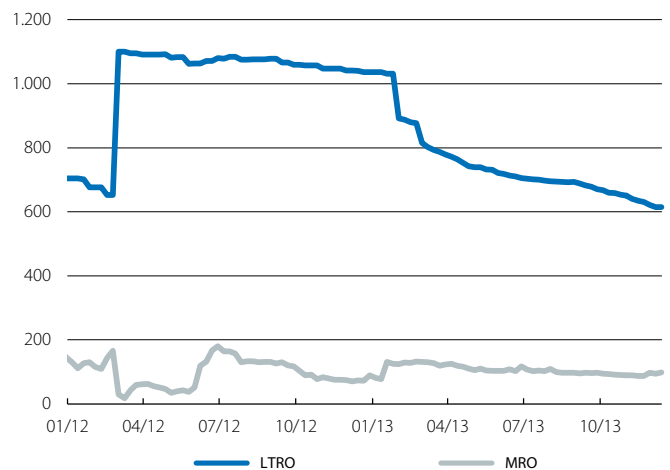
### Crecimiento del PIB de Irlanda



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

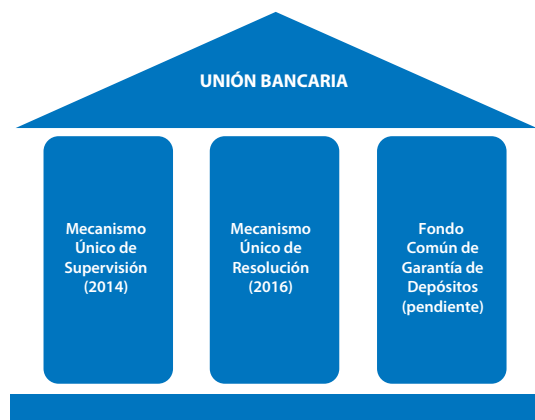
### Préstamos del BCE a instituciones financieras

(Miles de millones de euros)



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

### Pilares de la unión bancaria



Fuente: "la Caixa" Research.