

## COYUNTURA · Una recuperación menos desigual entre países

La actividad de la eurozona mantiene la senda ascendente en 2014 con un avance más equilibrado entre países. El predominio de noticias más positivas durante los últimos meses ha llevado a la CE a revisar ligeramente al alza las previsiones de crecimiento de la eurozona para 2014 y 2015. Tras dos años de contracción, es alentador que las expectativas de crecimiento para el conjunto de 2013 alcancen el 1,2%. Este año, se espera que el consumo privado y la inversión jueguen un papel más importante, lo que reducirá la dependencia que la reactivación de la economía ha ejercido hasta ahora sobre el comportamiento del sector exterior. Sin embargo, el crecimiento sostenido en 2014 solo está garantizado si se continúa firmemente el proceso de reformas, sobre todo en los países de la periferia, y si la unión bancaria, crucial para reducir la fragmentación financiera entre países, se implementa de forma eficiente y sin contratiempos.

Vuelve el crecimiento a los países más vulnerables. Tal y como se esperaba, el crecimiento del PIB de la eurozona se aceleró ligeramente en el 4T 2013 (0,3% intertrimestral frente a 0,1% en el 3T). Este avance sitúa el crecimiento del conjunto del año en el -0,4% y muestra que la recuperación está encarrilada. Más allá de la buena noticia que supone la confirmación del regreso al crecimiento económico, es importante el hecho de que el mayor ritmo de avance fue generalizado. Alemania lideró la mejora con un aumento del PIB del 0,4% intertrimestral, acompañada también por Francia, que, pese al titubeo de los indicadores de actividad a finales del año pasado, avanzó el 0,3%. Asimismo, los datos confirman que la recuperación se está extendiendo a otros países como Portugal, España e Italia, que también han registrado tasas de crecimiento del PIB positivas en el 4T 2013, del 0,5%, 0,2% y del 0,1%, respectivamente.

La periferia respalda la mejora de la confianza en la eurozona. El índice de sentimiento económico que elabora la Comisión Europea siguió avanzando en febrero y se situó en los 101,2 puntos. La contribución de los países de la periferia a esta mejora fue especialmente notable. En promedio, en los últimos tres meses hasta febrero, este índice aumentó 1,3 puntos en la periferia (España, Italia, Grecia y Portugal), mientras que el incremento en los países del núcleo fue menor, de 0,4 puntos. Por tanto, si bien la confianza en los países del centro continúa estando en niveles más elevados, parece que los países más vulnerables están recuperando el terreno perdido, lo que sugiere que las diferencias en el ritmo de recuperación entre los dos grupos irán menguando progresivamente. Este mayor dinamismo de la periferia, no obstante, no está exento de riesgos como, por ejemplo, la crisis política que vive una vez más Italia tras la dimisión de su primer ministro, Enrico Letta. Este ha sido reemplazado por Matteo Renzi, quien, en principio, aboga por la implementación de una profunda agenda reformista. De momento, la reacción de los mercados ha sido bastante limitada y habrá que esperar a ver si es capaz de instaurar la estabilidad

### Previsiones de crecimiento del PIB de la CE

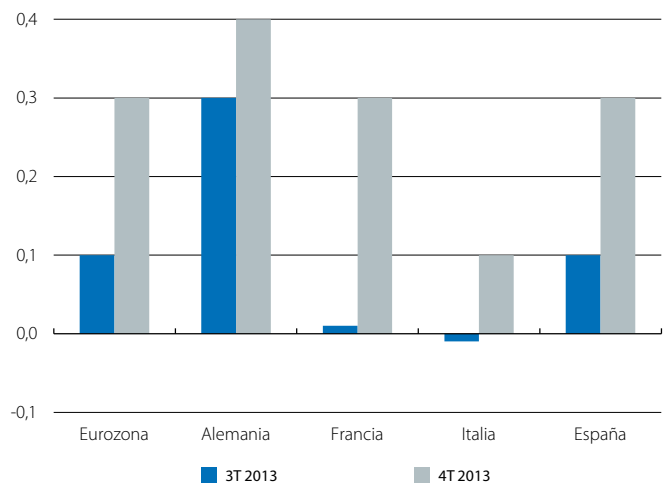
Variación anual (%)

	Previsión actual (febrero 2014)		Previsión anterior (noviembre 2013)	
	2014	2015	2014	2015
<b>Eurozona</b>	1,2	1,8	1,1	1,7
Alemania	1,8	2,0	1,7	1,9
Francia	1,0	1,7	0,9	1,7
Italia	0,6	1,2	0,7	1,2
España	1,0	1,7	0,5	1,7
Portugal	0,8	1,5	0,8	1,5
Grecia	0,6	2,9	0,6	2,9
Irlanda	1,8	2,9	1,7	2,5

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

### Crecimiento del PIB

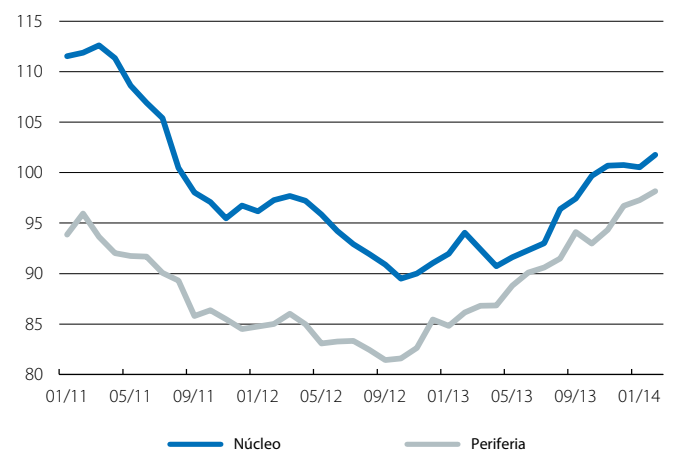
Variación intertrimestral (%)



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

### Eurozona: índice de sentimiento económico

(Valor)



Nota: Núcleo incluye Austria, Alemania, Bélgica, Francia y Países Bajos. Periferia incluye España, Italia, Grecia y Portugal.

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

política, condición indispensable para llevar a cabo las reformas necesarias para impulsar la economía.

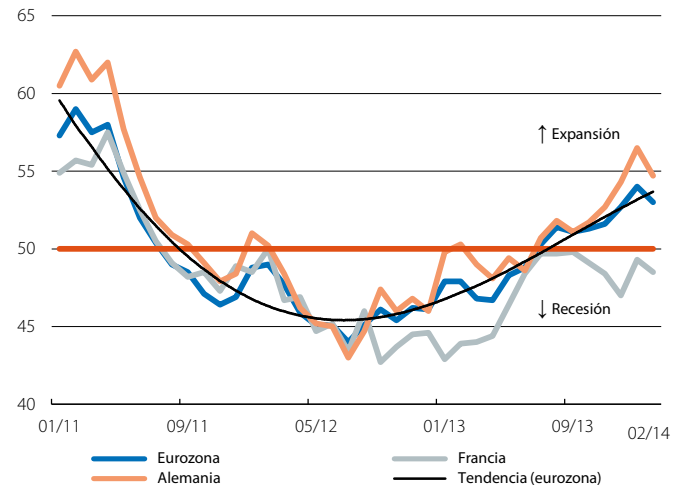
**La eurozona consolida su recuperación en el 1T 2014.** El ligero descenso en febrero del índice de gestores de compras de manufacturas (PMI), de los 54,0 puntos a los 53,0, no desdibuja la tendencia positiva de los últimos meses, en línea con un nuevo avance del PIB durante el 1T de este año. Sin embargo, las diferencias entre los principales países de la eurozona siguen siendo notables: el índice se encuentra en los 54,7 puntos en Alemania, claramente en zona expansiva, mientras en Francia toma un valor sustancialmente inferior, de 48,5 puntos. Por tanto, las diferencias entre las dos economías más grandes de la eurozona siguen siendo importantes, lo que nuevamente confirma la solidez de la economía germánica a la vez que mantiene las dudas sobre la capacidad de recuperación de la actividad gala. No sorprende, por tanto, que la CE estime un crecimiento para Alemania del 1,8% en 2014, claramente superior a la tasa prevista para Francia, del 1,0%.

**Alemania lidera la recuperación.** El crecimiento del PIB germánico se aceleró ligeramente en el 4T 2013 (0,4% intertrimestral frente a 0,3% en el 3T), lo que sitúa el avance para el conjunto del año 2013 en el 0,4%. El crecimiento anual fue impulsado por el consumo privado y el gasto público, mientras que la inversión y el sector exterior contribuyeron negativamente. Si bien las tasas de crecimiento durante los últimos años no son muy dispares de las que se registraron durante los años previos a la crisis, los elementos sobre los que se sustentan sí han cambiado: parece que la demanda interna y externa se hayan intercambiado los papeles (véase el Focus «El recorrido de la demanda interna alemana», que se incluye en este mismo número del *Informe Mensual*). Además, se espera que el crecimiento económico de este año siga impulsado por la demanda interna. Las condiciones de financiación más favorables y la menor incertidumbre deberían conducir a una recuperación gradual de la inversión en equipo, que decepcionó un poco en los resultados de 2012 y 2013. Entretanto, las bajas tasas de interés y un mercado laboral robusto apoyarán aún más el consumo privado y la inversión en vivienda. Por lo que respecta a la situación de las cuentas públicas, se mantendrán equilibradas, lo que permitirá que la ratio de la deuda pública sobre el PIB descienda gradualmente.

**Mejora generalizada de la confianza del consumidor en la periferia aunque a distintos ritmos y niveles.** En promedio, los avances de los últimos tres meses hasta febrero de 2014 han sido notables en Irlanda, España y Portugal, de 2,7, 1,9 y 3,2 puntos, respectivamente. El buen comportamiento reciente de este indicador en Irlanda lo diferencia claramente del resto de los países de la periferia, aunque también es muy destacable la recuperación de la confianza de los consumidores portugueses. En cambio, las cifras muestran que en Grecia la situación no acaba de remontar. Se espera que esta mejora de la confianza en el conjunto de la periferia anime el consumo de las familias durante los próximos meses. En efecto, más allá de los movimientos erráticos a corto plazo (+0,8% y -0,7% interanual en noviembre

**Indicadores de actividad**

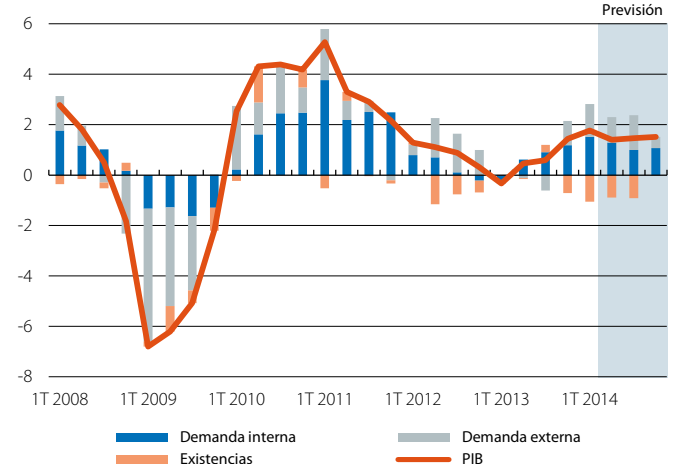
*Índice PMI de manufacturas*



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

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

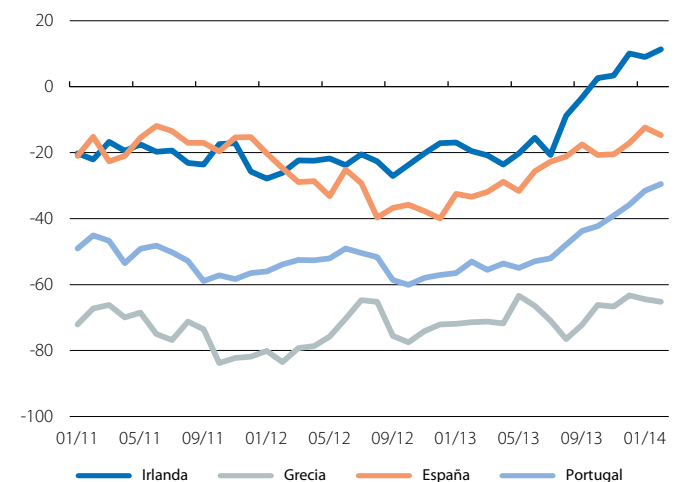
*Variación interanual (%)*



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

**Países periféricos: confianza del consumidor**

*(Valor)*



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

y en diciembre, respectivamente), la serie de las ventas minoristas de la eurozona sigue exhibiendo una tendencia al alza.

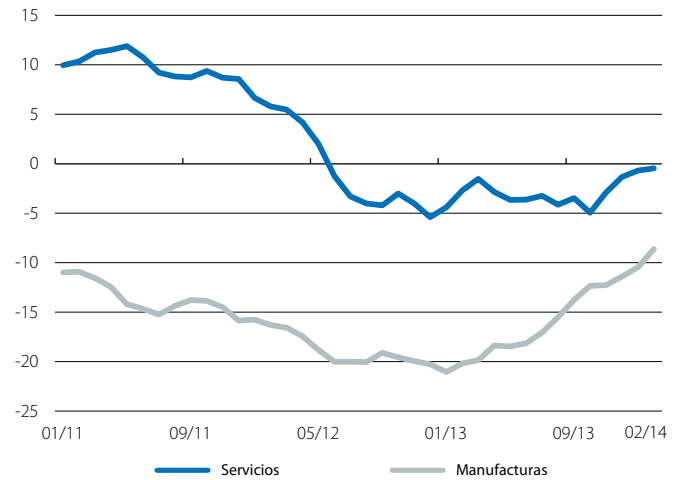
**Los avances en el mercado laboral apoyarán el consumo privado.** La recuperación de la actividad económica en la eurozona tendrá un impacto positivo en la generación de empleo en 2014. Sin embargo, el aumento de las horas trabajadas por trabajador que previsiblemente ha de tener lugar (se encuentra por debajo del promedio histórico) amortiguará el impacto sobre la creación de empleo. En cualquier caso, la mayoría de los índices de expectativas de creación de empleo para los próximos tres meses mantienen claramente una tendencia positiva. De nuevo, el papel de Alemania ha sido crucial en la evolución más favorable de las expectativas a la contratación para el conjunto de la eurozona, con avances importantes tanto para el sector de servicios como para el manufacturero. La recuperación del mercado laboral es una pieza clave para impulsar la demanda interna y, de momento, todo apunta a que este proceso está bien encarrilado. En este sentido, es de esperar que la tasa de inflación, que suele reaccionar con cierto retraso a los movimientos de fondo de la demanda interna, gradualmente recupere la tendencia alcista (para un análisis más detallado, véase el Focus «Descomponiendo la caída de la inflación en la eurozona»).

**Las exportaciones recobran el buen tono.** Tras una excelente evolución durante el 1T 2013 (crecieron cerca del 2% intertrimestral en promedio), el ritmo de avance perdió fuerza en el 3T 2013. Sin embargo, los datos del 4T 2013 han registrado de nuevo un incremento del volumen de exportaciones como resultado de la creciente demanda de productos europeos por parte de países de fuera de la eurozona. Asimismo, los datos de las encuestas de la Comisión Europea muestran un incremento, durante los últimos meses, de los pedidos del sector manufacturero hacia el exterior, que se sitúan por encima de su promedio a largo plazo. El sector exterior sigue siendo crucial, pues, en el proceso de reactivación de la actividad económica y, de momento, todo indica que podrá seguir desempeñando un papel protagonista.

**La agenda reformista debe mantenerse en los distintos países y dentro del ámbito europeo.** Si bien es cierto que los datos más favorables de los últimos meses han ayudado a mejorar las perspectivas de crecimiento para la mayoría de los países de la eurozona, los elementos que pueden entorpecer este cambio de tendencia son todavía numerosos, y el margen de maniobra que tienen la mayoría de países para afrontarlos es escaso. La CE estima que, para el conjunto de la eurozona, la deuda pública tocará techo en 2014 en el 95,9% del PIB, pero también reconoce que ello está supeditado a que continúe tanto la recuperación de la actividad económica como el esfuerzo fiscal, sobre todo en los países más vulnerables. También es perentorio que la implementación de la unión bancaria a lo largo de este año se ejecute debidamente. Por último, aunque las tensiones financieras han ido remitiendo en los países emergentes, el riesgo sigue siendo elevado. Un aspecto muy destacado, no obstante, es que no ha tenido lugar un contagio generalizado ni una escalada de la crisis, y que los inversores están discriminando entre países.

**Eurozona: expectativas de creación de empleo**

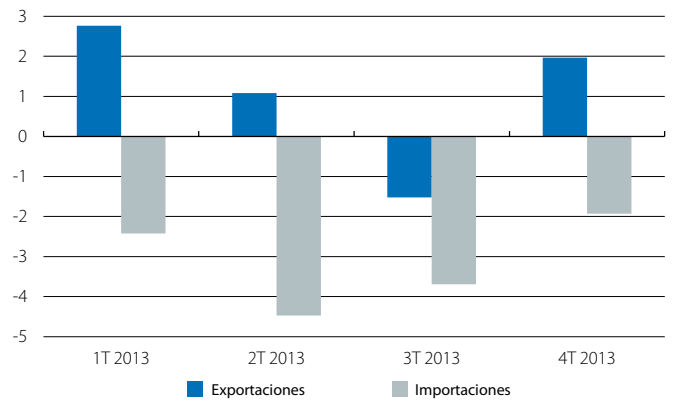
Media móvil de tres meses (valor)



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

**Eurozona: balanza de bienes**

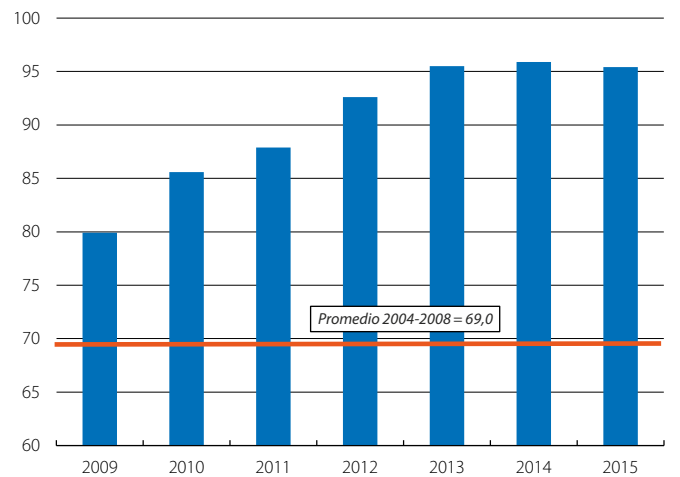
Variación interanual (%)



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

**Eurozona: deuda del sector público**

(% del PIB)



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