

## COYUNTURA · El crecimiento gana tracción pero la presión sobre el BCE aumenta

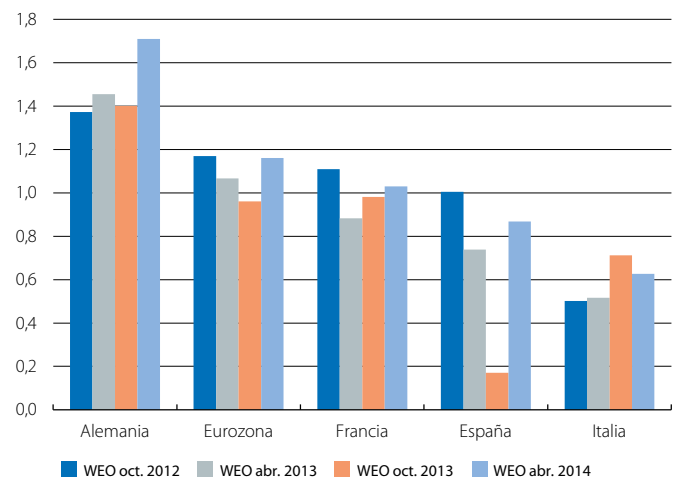
**Mejoran las perspectivas de crecimiento de la eurozona.** Los indicadores publicados durante el mes de abril siguen dibujando un escenario de recuperación paulatina de la actividad económica. La fortaleza del sector exterior y, sobre todo, la mayor solidez de la demanda interna están apoyando una mejora de las perspectivas de crecimiento de la región. El FMI, por ejemplo, las ha revisado 1 décima al alza tanto para 2014 como 2015 (hasta el 1,2% y el 1,5% anual, respectivamente). La institución destaca la mayor solidez de la demanda interna aunque señala que aún hay varios factores que contribuyen a que el actual proceso de recuperación sea especialmente delicado. De entre los principales cambios en el escenario de previsiones por países sobresale el caso de Alemania, cuyo crecimiento ha sido revisado al alza en 3 décimas desde el último *World Economic Outlook* (WEO). La revisión de España también ha sido muy significativa, hasta el 0,9% anual en 2014. Menos positivos son los cambios para Francia e Italia, países en los que el FMI resalta la fragilidad de la recuperación económica.

**Los indicadores de confianza sugieren que el crecimiento ganó impulso en el 1T 2014.** Muestra de ello es la evolución de los índices de los gestores de compras PMI que, tanto para el sector manufacturero como el de servicios, se encuentran claramente por encima de los 50 puntos, umbral a partir del cual se suelen producir tasas de crecimiento positivas. En abril, de hecho, el índice compuesto ascendió hasta los 54,0 puntos, el nivel más alto de los últimos tres años. También la evolución del indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea presenta una tendencia claramente alcista, a pesar de haberse estancado temporalmente en abril. Asimismo, el importante aumento de la confianza de los consumidores (-8,7 en abril frente a -11,2 en el 1T 2014 en promedio) parece adelantar una mejora del consumo privado en los próximos meses. Todo ello sugiere que el crecimiento económico en el primer trimestre del año será mayor al del 4T 2013, del 0,2% intertrimestral y, por tanto, se acercará al promedio histórico de la región, entre el 0,4% y el 0,5%.

**También los datos de actividad y consumo presentan una tendencia que invita al optimismo.** El índice de producción industrial consolida su avance en febrero, marcando un incremento del 1,7% interanual. Destaca el dinamismo de la producción de bienes intermedios y de capital, que dibuja un escenario favorable para el avance de la inversión. Una vez más es preciso resaltar las divergencias entre Francia y Alemania. La actividad industrial gala volvió a decepcionar, con una variación del -0,5% interanual en febrero. En el país germánico, en cambio, el avance alcanzó el 4,1%. La evolución de las ventas minoristas es más homogénea entre países: en prácticamente todos ellos se dibuja una trayectoria alcista. Así, para el conjun-

### Previsiones de crecimiento del PIB para 2014

Variación interanual (%)

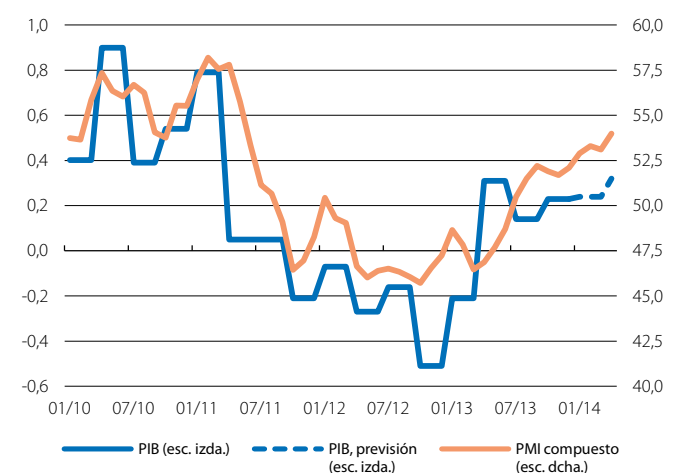


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

### Eurozona: crecimiento del PIB y PMI compuesto

Variación intertrimestral (%)

(Índice)

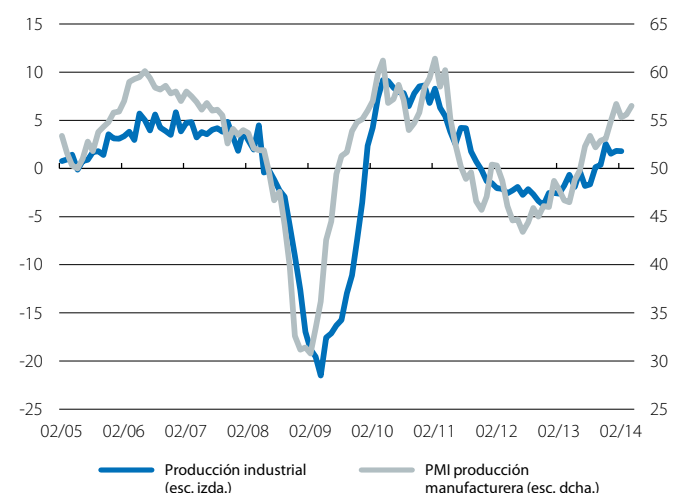


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y Markit.

### Eurozona: indicadores de actividad

Variación interanual (%)

(Índice)



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

to de la eurozona, las ventas al por menor crecieron un 0,8% interanual en febrero, impulsadas sobre todo por el repunte del componente no alimentario.

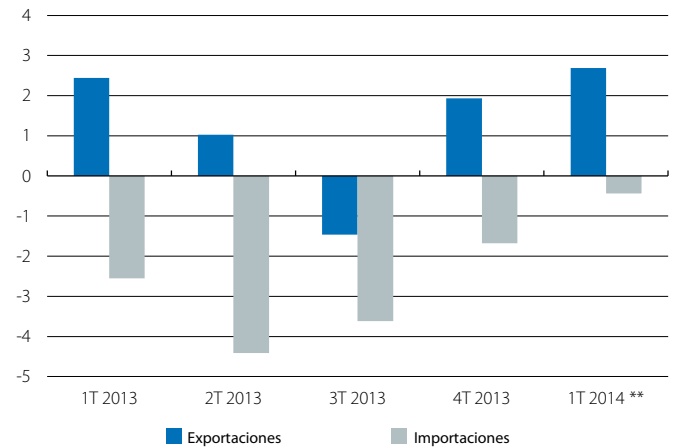
**Las exportaciones mantienen el tono y las importaciones empiezan a estabilizarse.** Las exportaciones de bienes, que ya cerraron el pasado año con buenos registros, han acelerado ligeramente el ritmo de avance en los primeros compases de 2014. Concretamente, en los dos primeros meses del año registraron un crecimiento anual promedio del 2,7%, casi 1 p. p. por encima del avance del 4T 2013. El cambio de tendencia es más pronunciado en las importaciones, que llevan tiempo retrocediendo, pero en los últimos meses han empezado a moderar notablemente el ritmo de caída: del -1,7% del 4T 2013 han pasado al -0,4% interanual en enero y febrero. Esto es en gran medida el resultado de la recuperación de la demanda interna, especialmente del consumo de los hogares y la inversión en bienes de equipo, que ya hace tres trimestres que muestran tasas de crecimiento positivas, lo que poco a poco va arrastrando las importaciones.

**La inflación se mantiene en cotas bajas y presiona al BCE.** La tasa de inflación para el conjunto de la eurozona se encuentra en los niveles más bajos desde 2009. En abril, aumentó 2 décimas, hasta el 0,7%, pero una parte importante del repunte fue resultado de factores temporales, como el efecto Semana Santa. Esta eventualidad dificulta juzgar hasta qué punto los factores de fondo, como la recuperación de la demanda interna, podrán convertir este incremento en una tendencia alcista. Mientras la incógnita no se resuelve, la presión sobre el BCE para que actúe se agudiza. A la lista de circunstancias que se tienen en cuenta para defender una política monetaria más laxa, en los últimos meses se ha añadido el repunte de los tipos del mercado monetario y la cotización del euro, que poco a poco se ha ido acercando a los 1,40 dólares. De momento, la actuación del BCE se ha quedado en el plano verbal, pero el tono de las declaraciones ha ido ganando firmeza y concreción en los últimos meses, hasta el punto que el BCE ha conseguido hacer creíble que llevará a cabo un *quantitative easing* si lo cree necesario, un hecho difícil de imaginar hace poco tiempo.

**Persiste la fragmentación financiera en la eurozona.** Según un estudio llevado a cabo por el BCE (*Financial Integration in Europe*), a pesar de las mejoras en los últimos dos años, la fragmentación financiera de la región se mantiene en cotas elevadas. En dicho informe se destaca que los avances son sobre todo fruto de las acciones de política monetaria, los avances hacia la Unión Bancaria y las reformas estructurales que han llevado a cabo los países de la eurozona, especialmente los periféricos. De todas formas, el BCE alerta de la gran variación en los costes de financiación para las empresas no financieras, y remarca la importancia de hacer llegar el crédito a la economía real, especialmente en la periferia. El BCE señala la materialización de la unión bancaria en los próximos meses como elemento clave para que la integración financiera se vaya recobrando.

**Eurozona: balanza de bienes \***

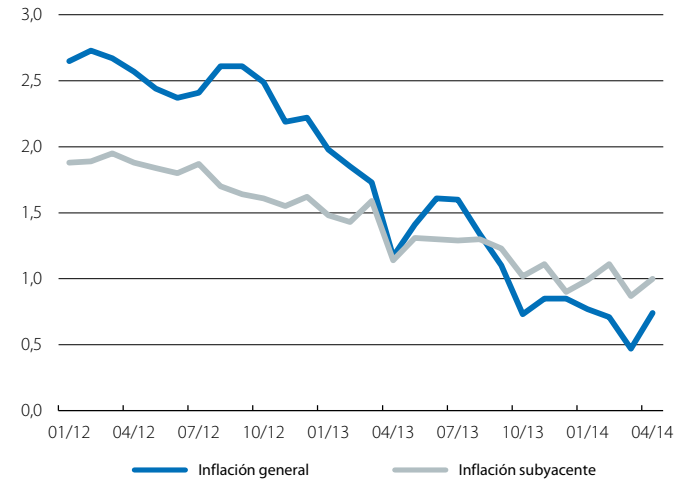
Variación interanual (%)



**Nota:** \* Datos nominales.  
**\*\*** Acumulado de enero y febrero, respecto a enero y febrero del año anterior.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: índice de precios al consumo armonizado**

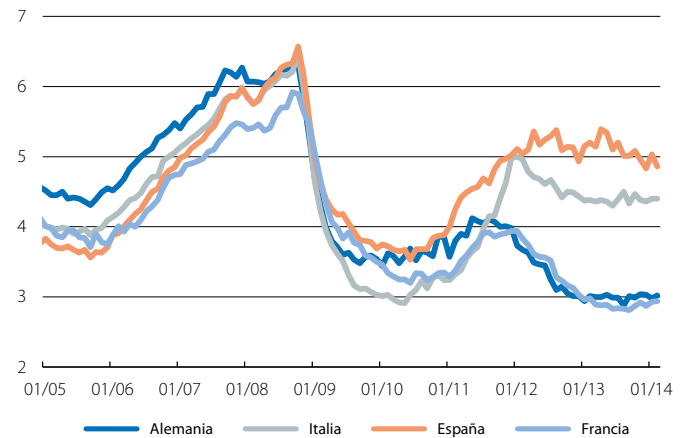
Variación interanual (%)



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

**Costes de financiación para las empresas no financieras \***

Tipo de interés (%)



**Nota:** \* Préstamos hasta 1 millón de euros.  
**Fuente:** "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

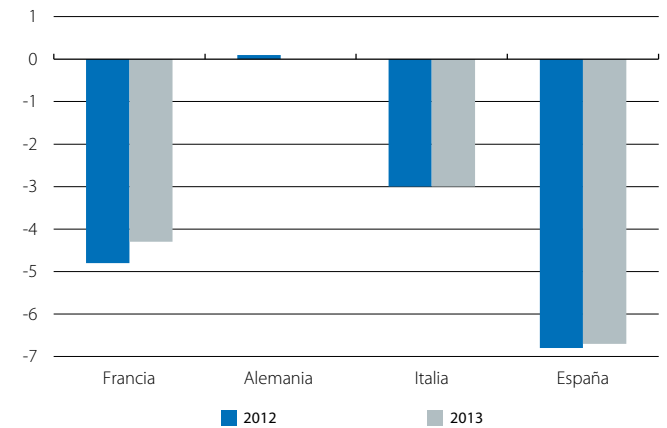
**Diferentes situaciones en las finanzas públicas.** Si bien para el conjunto de la eurozona el déficit público se situó en el 3,0% del PIB en 2013, las diferencias entre países siguen siendo muy notables. En un extremo destaca Alemania, que ha mantenido las cuentas públicas prácticamente en equilibrio por segundo año consecutivo. También sobresalen Austria y Holanda, ambas con un déficit público que también se sitúa claramente por debajo del 3% del PIB. Francia se mantiene alejada de estos registros y cerró 2013 con un déficit del 4,3%, solo 0,6 p. p. por debajo del de 2012. Los mayores ajustes los observamos en los países periféricos, que a pesar de mantenerse lejos del objetivo del 3% siguen ajustando sus cuentas públicas según el calendario previsto y acordado con la CE. En este sentido despuntan Irlanda y Portugal. En Irlanda, el déficit disminuyó 1 p. p., hasta el 7,2%, y en Portugal el descenso fue de 1,5 p. p., hasta el 4,9%. En España, si no se tienen en cuenta las pérdidas por las ayudas al sector bancario, el descenso del déficit público fue muy escaso, pero ello no refleja el esfuerzo fiscal llevado a cabo, ya que muchas de las medidas para ajustar el déficit en 2012 fueron temporales, y ello obligó a tomar medidas adicionales en 2013.

**Portugal finalizará el programa de la troika con éxito.** Exceptuando la crisis de Gobierno del pasado año, la implementación del programa acordado con la troika se ha caracterizado por el compromiso y la seriedad de las autoridades lusas durante los tres años que ha durado. El buen ritmo de crecimiento que Portugal ha exhibido durante los últimos trimestres, que ha sorprendido a la mayoría de analistas; el firme compromiso con el proceso de consolidación fiscal, hasta el punto de reducir el déficit público más de lo inicialmente previsto en 2013; y la profundidad de algunas de las reformas estructurales que se han desarrollado, han permitido a Portugal recuperar la confianza de los mercados. La prima de riesgo de la deuda lusa ha descendido sustancialmente durante los últimos meses, un hecho que el Tesoro portugués ha aprovechado para prefinanciar las necesidades de este año y empezar a cubrir las de 2015. Con todo, la situación de la economía lusa continua siendo delicada, por lo que sigue siendo imprescindible mantener la firmeza en los tres frentes anteriormente mencionados.

**El ritmo de crecimiento se acelera en el Reino Unido.** El PIB del país anglosajón creció un contundente 0,8% intertrimestral en el 1T 2014. Hasta hace poco había serias dudas sobre la solidez de la recuperación en el Reino Unido dado que se fundamentaba en gran medida en el auge del mercado inmobiliario y en el consumo privado. Sin embargo, los signos de mejora se han extendido a las condiciones crediticias, los indicadores de confianza y, sobre todo, a la inversión en bienes de equipo. Ahora la incertidumbre gira en torno a cuándo el Banco de Inglaterra empezará a endurecer las condiciones monetarias. De hecho, en su estrategia de *forward guidance*, este anunció que el punto de inflexión llegaría cuando la tasa de paro se situara por debajo del 7%, y actualmente ya se encuentra en el 6,9%.

**Saldo público para distintos países de la eurozona**

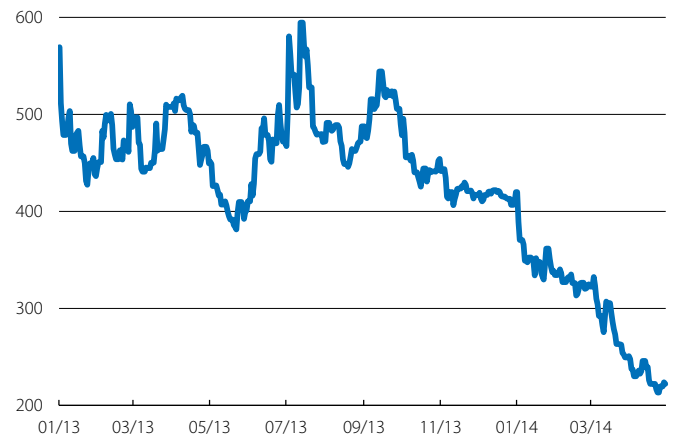
(% del PIB)



*Nota:* No incluyen ayudas a la banca.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Portugal: prima de riesgo \***

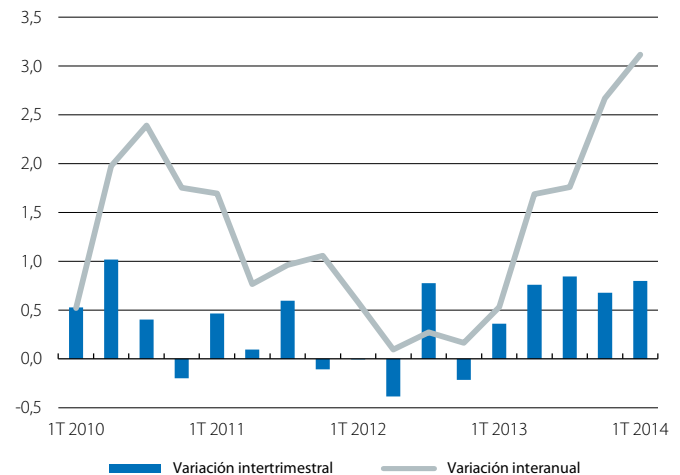
(p. b.)



*Nota:* \* Diferencia entre la rentabilidad del bono portugués a 10 años y el bono alemán al mismo vencimiento.  
*Fuente:* "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Reino Unido: PIB**

(%)



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