

COYUNTURA · Recuperación, pero a distintas velocidades

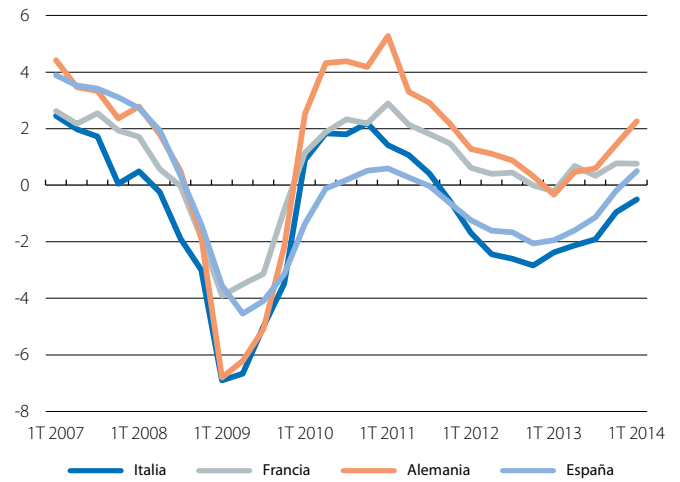
La recuperación de la eurozona avanza a buen ritmo. Después de la doble recesión que ha golpeado la eurozona desde 2008, los signos de recuperación parecen duraderos: ganando fuerza y esparciéndose entre los países de la región. Los datos de crecimiento del PIB del 1T apuntan a una incipiente y heterogénea recuperación económica, destacando diferencias sustanciales entre las distintas economías. En cuanto a la composición de dicho crecimiento, se une al sector exterior una demanda interna que cada vez gana mayor fuerza, con mejoras notorias tanto en el consumo privado como en la inversión, lo que llevará a la región a un crecimiento más sostenido y equilibrado. El eslabón débil del cuadro macroeconómico europeo sigue siendo la inflación. Es por ello que todas las miradas se centran en el Banco Central Europeo (BCE) y, sobre todo, en cómo gestionará las expectativas que ha ido creando durante los últimos meses.

Aumentan las diferencias entre las principales economías de la eurozona. El PIB de la eurozona creció en el 1T 2014 un 0,2% intertrimestral, aunque las diferencias entre países son muy significativas. Sobresale el sorprendente avance del PIB de Alemania, con un 0,8% respecto al trimestre anterior, y de España, donde creció un 0,4%, mostrando cierta solidez en su recuperación económica. En el lado opuesto, destacan Francia e Italia, que volvieron a ofrecer registros peores de lo esperado, con un crecimiento nulo para los franceses y todavía en contracción para los italianos (-0,1% intertrimestral). Dichos resultados alimentan las dudas sobre la capacidad de crecimiento de estos dos países a medio plazo y el escepticismo en torno a las reformas estructurales implementadas y aquellas pendientes para reactivar el crecimiento de sus respectivas economías. Esta tendencia es también observada por la Comisión Europea (CE) en su informe de primavera. En sus previsiones de crecimiento para 2014 y 2015 se detectan claramente distintas velocidades entre los países de la eurozona. De cara a 2014, España crecerá a niveles similares a los de Francia, por delante de Italia. Para 2015 ya se espera que España crezca por encima de estas dos economías y a niveles cercanos a los de Alemania.

Los indicadores de actividad y confianza del 2T también dibujan un escenario de recuperación con importantes diferencias entre países. El índice PMI compuesto se mantuvo por encima de los 50 puntos tanto en Alemania como en España, alrededor de los 56 puntos, concretamente. Italia se encuentra algo rezagada, en los 52,6 puntos. En Francia, en cambio, el índice PMI volvió a situarse por debajo del umbral de los 50 puntos, cifra a partir de la cual se suelen registrar tasas de crecimiento negativas. El índice de sentimiento económico que elabora la CE ofrece un escenario muy similar, con avances notables para el conjunto de la eurozona en general, y en España y Alemania en particular, mientras que en Francia

Crecimiento del PIB

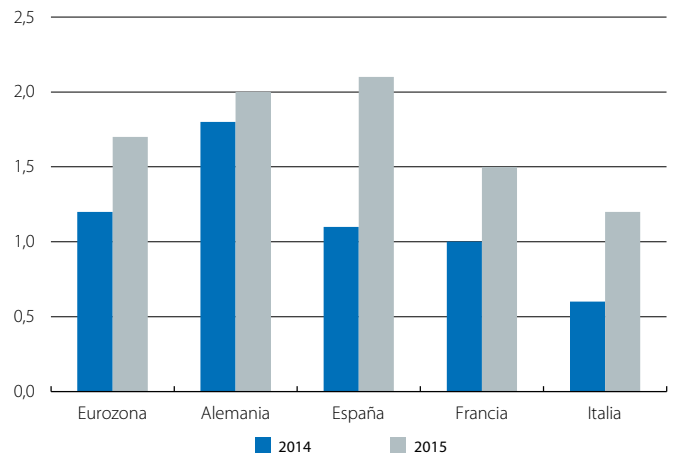
Variación interanual (%)



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

Previsiones del crecimiento del PIB de la Comisión Europea

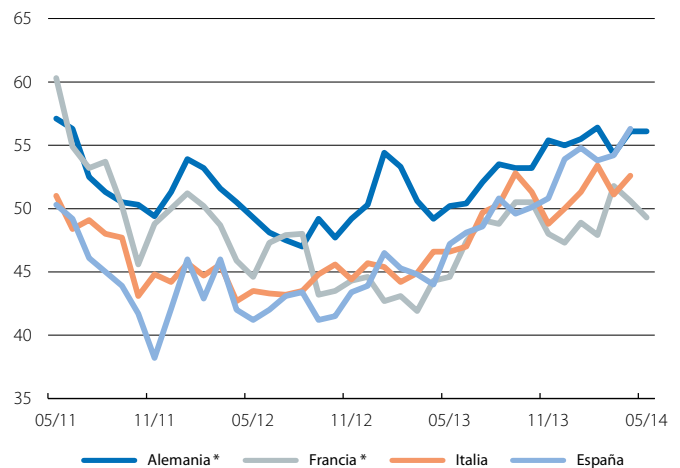
Variación interanual (%)



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

Índice PMI compuesto

(Índice)



Nota: * Último dato corresponde al avance PMI compuesto de mayo.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

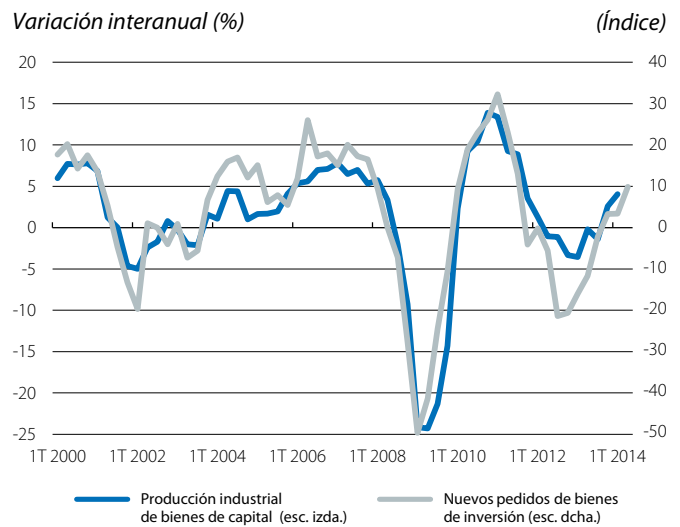
dicho índice retrocede por cuarto mes consecutivo. Si las diferencias entre las dos principales economías de la región se mantienen, o incluso aumentan, en los próximos trimestres se podrían generar tensiones en aspectos clave de política económica comunitaria.

La inversión, factor clave de la recuperación. En el conjunto de la eurozona, la inversión lleva tres trimestres consecutivos marcando tasas de crecimiento intertrimestrales positivas, aunque fue en el 4T 2013 cuando empezó a ganar tracción, marcando un aumento del 1,0%. Varios indicadores avanzados, como la producción industrial de bienes de inversión y los nuevos pedidos de estos bienes, sugieren que la tendencia alcista se mantuvo en el 1T 2014 y que seguirá ganando fuerza a corto y a medio plazo. Para el conjunto del año y para 2015, la CE augura una mejoría notable, del 2,3% y 4,2% interanual, respectivamente. La mejoría de la confianza de los distintos agentes, la menor incertidumbre que rodea la crisis de deuda soberana y una gradual normalización de las condiciones crediticias son los principales factores sobre los que descansa la previsión de la CE, aunque también reconoce que los factores de riesgo siguen siendo numerosos.

La mejora del consumo de los hogares, cada vez más convincente. Como la inversión, el consumo de los hogares empezó a registrar tasas de crecimiento positivas en el 2T 2013. Sin embargo, a diferencia de la inversión, la recuperación del consumo fue muy modesta hasta el 4T 2013 (último dato disponible), con un ritmo de avance que apenas alcanzó el 0,1% intertrimestral en promedio. De todas formas, los últimos indicadores avanzados sugieren que el ritmo de crecimiento podría estar empezando a aumentar. Un claro ejemplo de ello son las ventas minoristas, que en marzo anotaron un avance del 1,3% interanual, consolidando así una tendencia claramente ascendente. En conjunto, por tanto, la demanda interna parece que va ganando tracción y va reequilibrando las fuentes de crecimiento de la eurozona, hasta la fecha muy dependiente de la evolución del sector exterior.

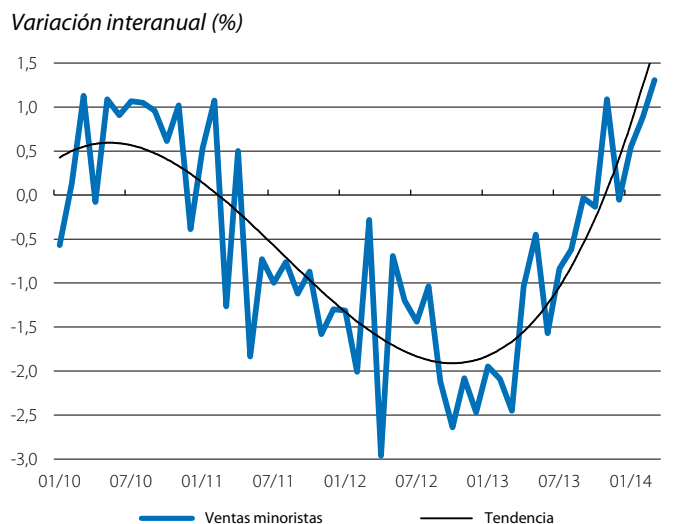
La economía alemana sigue liderando la recuperación económica europea. Las dinámicas antes destacadas para el conjunto de la eurozona, impulso de la demanda doméstica en general, y de la inversión en particular, son especialmente notorias en la economía alemana, para la que ya se conoce el detalle del PIB del 1T 2014. El ritmo de avance del PIB alcanzó el 2,3% interanual, y la inversión y el consumo de los hogares crecieron un 6,6% y un 1,4%, respectivamente. El mayor dinamismo de la demanda interna se tradujo en un repunte de las importaciones, hasta el punto de que la contribución del sector exterior al crecimiento fue nula. Un hecho de especial relevancia, tratándose de la economía germana, que hasta la fecha ha contado con el sector exterior como principal impulsor del PIB. Los últimos indicadores de más alta frecuencia, que en general han sido muy positivos, junto con los buenos datos de crecimiento del 1T 2014, es probable que propicien una revisión al alza del crecimiento previsto para la economía germana en 2014, que actualmente el consenso de analistas sitúa en el 1,9%.

Eurozona: indicadores de actividad



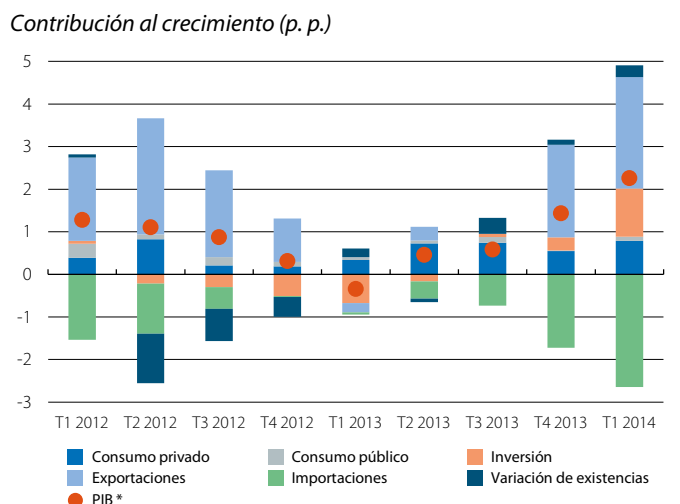
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Eurozona: ventas minoristas



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

Alemania: crecimiento del PIB



Nota: * Variación interanual (%). Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Destatis.

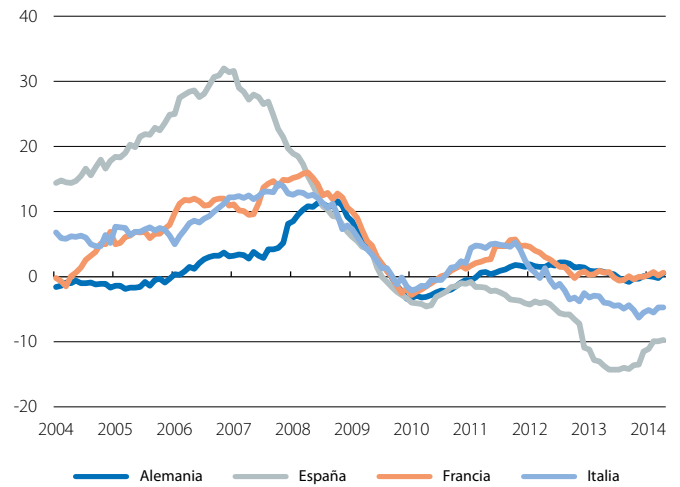
La reactivación del crédito sigue siendo la asignatura pendiente de la eurozona. La situación de la deuda soberana y corporativa ha mejorado notablemente durante los últimos meses, pero el crédito bancario apenas ha progresado y la fragmentación entre los países del centro y la periferia sigue siendo elevada. Con mayor o menor intensidad en función del país, se distinguen tanto factores de oferta como de demanda que dificultan una mayor fluidez del crédito. A pesar de la incipiente recuperación económica, la capacidad crediticia de la demanda sigue atenazada por la delicada situación en la que muchas empresas y familias siguen envueltas. Aunque las perspectivas han mejorado notablemente, el proceso de desapalancamiento que muchas de ellas deben llevar a cabo hace que la recuperación de la capacidad crediticia de la demanda sea especialmente lenta. Tampoco las condiciones que rodean la oferta de crédito son las óptimas. La incertidumbre que rodea el lanzamiento del Mecanismo Único de Supervisión y, sobre todo, los detalles sobre los test de estrés y el AQR que la banca europea debe superar, hacen que la máxima prudencia siga guiando la concesión de crédito.

Los bajos niveles de inflación siguen presionando al BCE. Lejos de iniciar una tendencia alcista, el riesgo de que la inflación se mantenga en el nivel actual, o que descienda todavía más, ha aumentado. En abril, la tasa de variación interanual del IPC armonizado se situó en el 0,7%, 2 décimas por encima del registro de marzo. De todas formas, es probable que en mayo vuelva a recaer ya que los registros para España e Italia para ese mes, que ya se conocen, han sorprendido notablemente a la baja. Estas bajas tasas de inflación se están produciendo desde finales de 2013 y son debidas tanto a factores domésticos, un elevado exceso de capacidad productiva y ajustes salariales en muchos de los países de la periferia, como a factores externos, precio del petróleo relativamente estable y una apreciación del euro que también presiona a la baja la inflación (véase focus «Los efectos de la apreciación del euro» en este mismo Informe Mensual). Por todo ello, desde hace meses las miradas se centran en el BCE.

El BCE, hacia una nueva ronda de estímulos monetarios. La máxima institución monetaria de la eurozona sigue preocupada por el mantenimiento de la inflación en cotas anormalmente bajas y apunta a la lentitud con la que se está desarrollando la recuperación del crédito como uno de los principales responsables de esta situación. Es por ello que desde hace unos meses Mario Draghi ha ido modificando el tono de su discurso en sus comparecencias públicas, haciendo cada vez más hincapié en las distintas herramientas que el BCE tiene a su disposición y, sobre todo, su disposición a utilizarlas. Llegados a este punto, el gran reto que ahora debe afrontar el BCE es administrar cuidadosamente las expectativas que él mismo ha generado y que mantienen la rentabilidad de la deuda pública y corporativa en niveles extremadamente bajos. Como el propio BCE recuerda en el último Informe de Estabilidad Financiera, estos niveles son muy frágiles y podrían repuntar súbitamente ante cambios en el apetito global por el riesgo o si las expectativas generadas defraudan. Un equilibrio delicado al que el BCE deberá dedicar mucha atención en los próximos meses.

Saldo de crédito a empresas no financieras

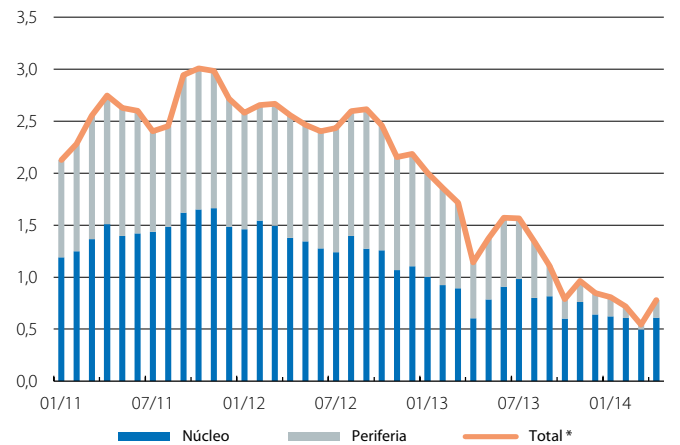
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

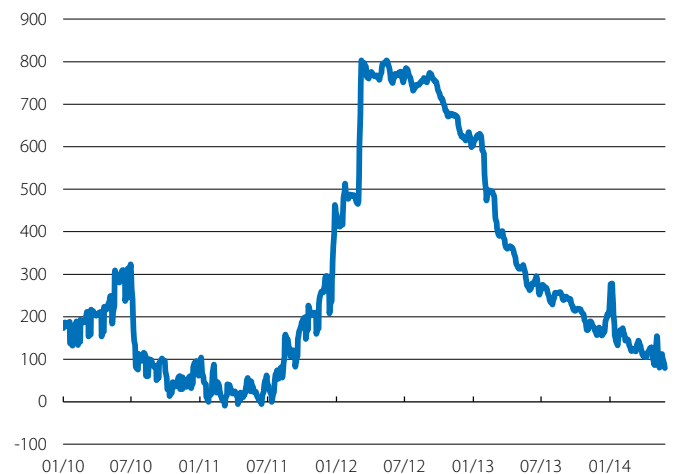


Nota: * Variación interanual (%). Los países que forman la periferia son Italia y España, y el núcleo, Francia y Alemania.

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

Eurozona: exceso de liquidez

(Miles de millones de euros)



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