

## COYUNTURA · Niveles de inflación moderados llevan al BCE a actuar

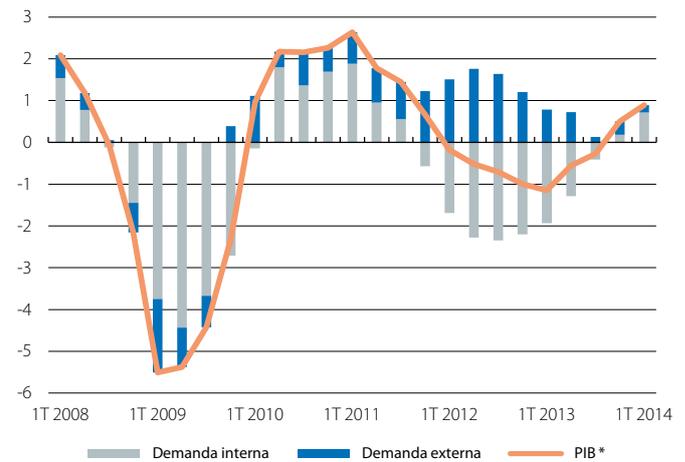
La recuperación en la eurozona continúa según el guion previsto: gradual y con diferencias entre países. En el 1T 2014, el PIB avanzó un 0,9% interanual y la mayoría de indicadores avanzados de actividad y confianza sugieren que el ritmo de crecimiento se mantuvo en el 2T, e incluso pudo mejorar ligeramente. Al mismo tiempo, sin embargo, es importante enfatizar que la recuperación sigue siendo desigual entre los países de la región. Destaca positivamente Alemania, con un crecimiento más robusto y equilibrado, y los países periféricos, cuya recuperación se consolida. Esta nota favorable sigue ensombrecida por la incertidumbre acerca de la recuperación económica de Francia. En cuanto al conjunto de la región, si bien la recuperación está en marcha, la demanda doméstica sigue débil en algunas regiones, y ello, junto con un mercado laboral todavía sin normalizar, hace que la inflación se mantenga en tasas insólitamente bajas. Esta situación ha obligado al BCE a actuar, mediante el anuncio de un paquete de medidas de estímulo monetario cuyo objetivo es el de anclar las expectativas de inflación y apoyar la recuperación de la región.

El crecimiento del PIB en el 1T está impulsado por la demanda interna, con una contribución al crecimiento interanual de 7 décimas. Destaca la evolución de la inversión, que creció un 1,9% interanual frente al -0,1% en el 4T 2013. La inversión en maquinaria y bienes de equipo, con un avance del 2,9% interanual, sigue siendo una de las principales protagonistas. Por países, Alemania sigue liderando el ranking, con un crecimiento de la inversión del 6,6%. En cuanto a la evolución de la demanda externa, cuya contribución al crecimiento de la región fue de 2 décimas, despunta la aceleración de las importaciones, que crecieron un 4,1% anual (2,5% en el 4T), empujadas por la mejora de la demanda interna.

Los indicadores de confianza son esperanzadores para el 2T. A pesar de que el índice PMI compuesto para la eurozona en mayo y junio descendió ligeramente desde los 54,0 puntos hasta los 53,5 y los 52,8 puntos, respectivamente, sigue estando claramente en terreno expansivo, por encima de los 50 puntos. Este retroceso solo deshace parcialmente el avance logrado en abril (nivel más alto de los últimos tres años), por lo que, en promedio, el 2T sigue estando por encima del 1T. Por ello, esta leve corrección sigue siendo compatible con una recuperación que gradualmente va ganando fuerza. En la misma línea, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea retrocede ligeramente 6 décimas en junio movido por el deterioro de la confianza de la industria y del consumidor. Por países, continúa la divergencia en el ritmo de expansión. En Francia los indicadores se mantienen débiles, alimentando las dudas sobre la economía gala. En cambio, en el resto de países europeos la tendencia es opuesta y todo apunta a que la actividad sigue creciendo a buen ritmo.

### Eurozona: crecimiento del PIB

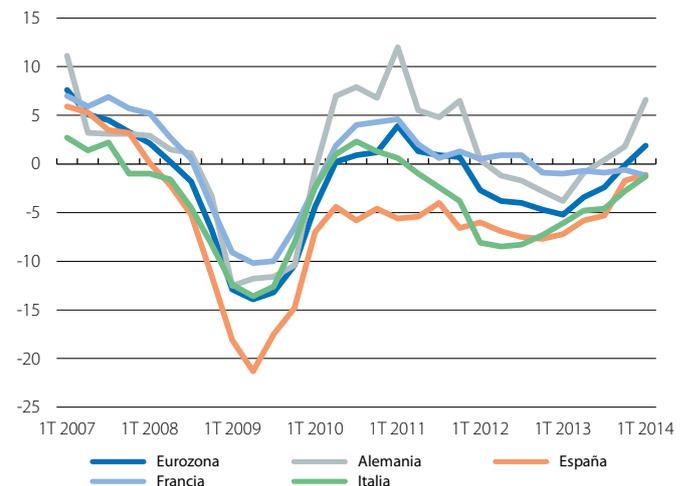
Contribución al crecimiento (p. p.)



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

### Formación bruta de capital fijo

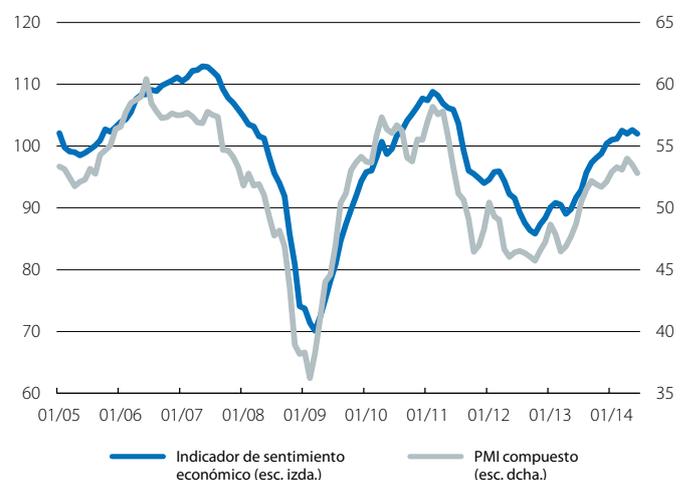
Variación interanual (%)



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

### Eurozona: indicadores de actividad

(Índice)



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

**Los indicadores de actividad certifican la ligera mejora en el 2T.** Los datos de producción industrial y de ventas minoristas disponibles hasta el momento parecen confirmar lo que anticipaban los indicadores de confianza. En cuanto al primero, la producción industrial en abril avanzó un 1,2% interanual (respecto al 0,5% en marzo), por encima de la media del 1T, aupado por el aumento de la producción de manufacturas no energéticas y manteniendo la tendencia ascendente. En cuanto a la demanda, las ventas minoristas avanzaron en abril un 2,4% interanual (frente al 1,0% en marzo), sugiriendo que la demanda interna seguirá impulsando el crecimiento del PIB en el conjunto de la región gracias a la mejora de la confianza de los hogares y a la estabilización del mercado laboral. Desagregando por países, las desigualdades siguen acentuándose, siendo Francia la más rezagada.

**Debilidad en el sector exportador.** Las exportaciones de bienes iniciaron el año con buenos registros, pero esta tendencia positiva se ha enfriado en marzo y abril. Concretamente, en abril las exportaciones disminuyeron un -0,7% interanual (frente al -0,8% en marzo) y los indicadores avanzados no auguran un cambio sustancial de tendencia. El indicador de las expectativas del volumen de exportaciones para los próximos tres meses de la Comisión Europea se reduce ligeramente en el 2T, a la vez que el indicador de nuevos pedidos para exportar también disminuye. La debilidad en los indicadores avanzados, por lo tanto, augura que la flaqueza del sector exportador en el 1T podría mantenerse en el 2T. A pesar de ello, dado que la contracción del mes de abril de las importaciones de bienes ha sido más pronunciada que la de las exportaciones, es probable que la demanda externa siga contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB del conjunto de la región.

**El mercado laboral empieza a mostrar signos de mejora.** Para el conjunto de la eurozona, el empleo avanzó un tímido 0,1% intertrimestral en el 1T, siendo el segundo trimestre consecutivo con tasas positivas desde el 2T 2011. A pesar de ello, siguen habiendo grandes diferencias entre las cuatro principales potencias europeas: en Alemania es donde más creció el empleo, con un 0,3% intertrimestral, seguido de España, con un 0,2%. En cambio, Francia se mantuvo en los mismos niveles que el trimestre anterior, e Italia continuó por la senda de destrucción de ocupación con un -0,1%. Por ello, visto este tímido avance para el conjunto de la región, la tasa de desempleo se mantiene en cotas elevadas (11,7% en abril). Otro factor que subraya esta situación de atonía en el mercado laboral son los costes laborales, que siguen moderados, con un ligero avance en el 1T 2014 generalizado, mayor en Francia y Alemania, lo que permite a los países periféricos seguir ganando competitividad.

**La inflación se mantiene en cotas bajas y obliga al BCE a actuar.** Después de los vaivenes de los últimos datos en la tasa de inflación a causa del efecto calendario por Semana Santa, el dato de junio se situó en el 0,5% interanual (0,5% en mayo), lo que confirma la debilidad en el crecimiento de los precios. Esta situación llevó al BCE a actuar mediante un paquete de medidas de estímulo monetario con el objetivo de cumplir con su

**Eurozona: ventas minoristas y producción industrial**

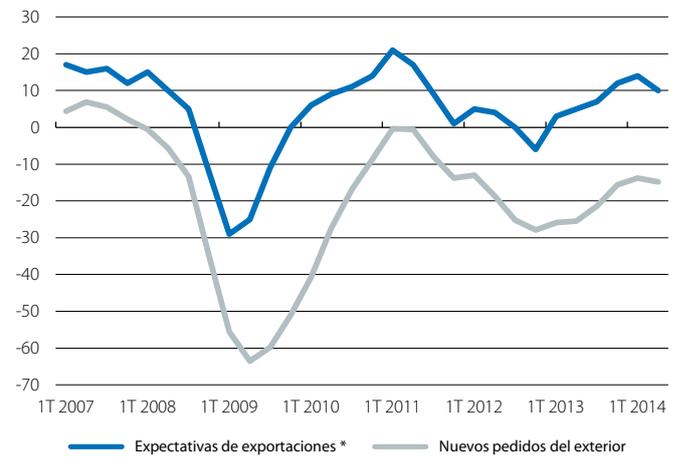
Variación interanual (%), promedio 3 meses



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

**Eurozona: sector exterior**

(Índice)

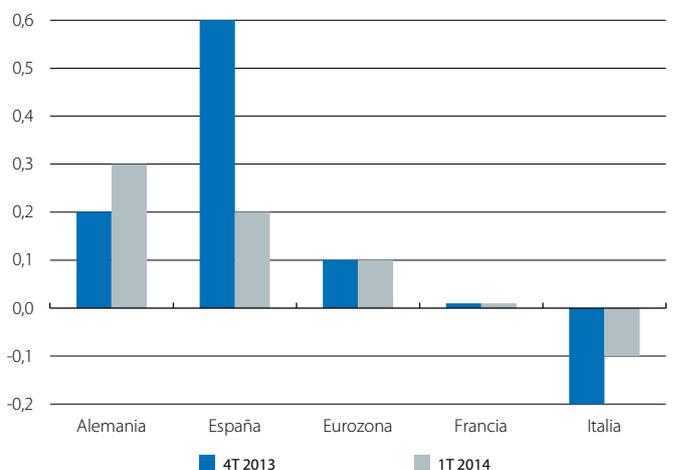


Nota: \* Indicador que forma parte del índice de sentimiento económico y recoge las expectativas del volumen de exportaciones en los próximos 3 meses.

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

**Ocupación**

Variación intertrimestral (%)



Nota: Datos corregidos por estacionalidad.

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

mandato de estabilidad en los precios y mantener ancladas las expectativas de inflación. En este paquete, formado tanto por medidas convencionales como no ortodoxas, destacan las operaciones de refinanciación condicionadas por la concesión de crédito al sector privado (véase el Focus «El BCE mueve ficha» para una discusión más detallada). A pesar de la debilidad actual en los precios, en los próximos meses se empezará a observar un cambio de tendencia en la tasa de inflación a medida que la confianza en la capacidad de crecimiento se vaya recuperando y la demanda interna vaya ganando impulso. A corto plazo, el repunte en los precios del petróleo a raíz de las tensiones geopolíticas en Irak y en Ucrania también apoyarán el cambio de tendencia de la inflación. En este contexto, esperamos que la tasa de inflación se sitúe ligeramente por encima del 1% a finales de 2014, y que en 2015 se mantenga alrededor del 1,5%, una cifra más acorde con la situación económica del conjunto de la eurozona. Una desviación significativa respecto a este escenario podría forzar de nuevo al BCE a tomar más medidas de estímulo monetario.

**Por países, destaca la incertidumbre en torno a la recuperación económica de Francia.** La economía francesa se estancó en el 1T 2014 con un crecimiento nulo respecto al trimestre anterior. De hecho, el PIB no anotó una tasa de crecimiento negativa gracias al aumento de las existencias, ya que la demanda externa tuvo una aportación negativa al crecimiento y el consumo de los hogares y la inversión anotaron sendos retrocesos (-0,5% y -0,9%, respectivamente). Los indicadores de actividad y confianza para el 2T tampoco son alentadores. La producción industrial retrocedió un 2,0% interanual en abril (frente al -0,2% en el 1T), igual que las exportaciones de bienes, que se contrajeron un -6,4% anual, aunque en este caso la mayor caída de las importaciones podría hacer que el sector exterior acabe contribuyendo positivamente al crecimiento del PIB. Los indicadores de confianza van en la misma línea de pesimismo: el índice PMI compuesto se mantiene por debajo de los 50 puntos y, más notorio aún, por debajo del registro promedio del 1T.

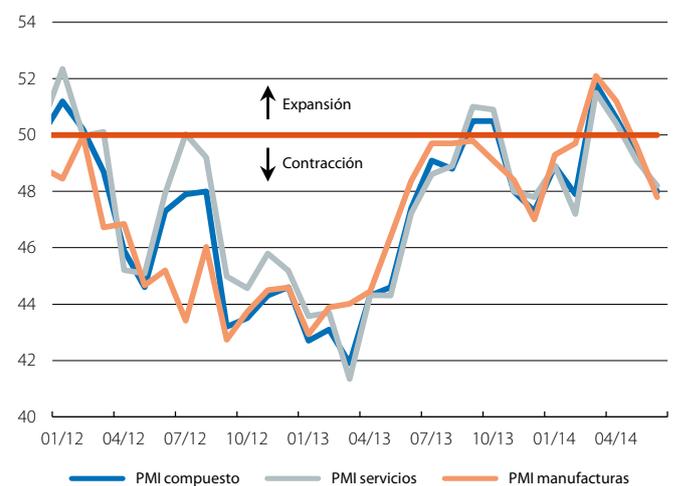
**Ligero contratiempo para el Gobierno portugués.** El Tribunal Constitucional anuló algunas de las medidas que el Gobierno había aprobado para reducir el déficit público. Las medidas anuladas están valoradas en 800 millones de euros, y entre ellas destacan los recortes permanentes en los salarios de la Administración pública. Esto ha supuesto que Portugal finalice el programa de asistencia económica de la troika sin que se pueda ejecutar el último desembolso del programa de ayuda financiera, lo que obligará al Tesoro portugués a acudir a los mercados para paliar la pérdida de esta fuente de financiación. A pesar de que estaba previsto que una cuarta parte del ajuste fiscal presupuestado para 2014 se consiguiera a través de las medidas anuladas por el Tribunal Constitucional, el pleno compromiso del Gobierno con la consolidación fiscal, el buen ritmo de crecimiento de la economía lusa y la profundidad de las reformas estructurales ya implementadas están ayudando a que el mercado haya mantenido la confianza en la deuda pública portuguesa.

**Eurozona: índice de precios de consumo armonizado**  
Variación interanual (%)



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

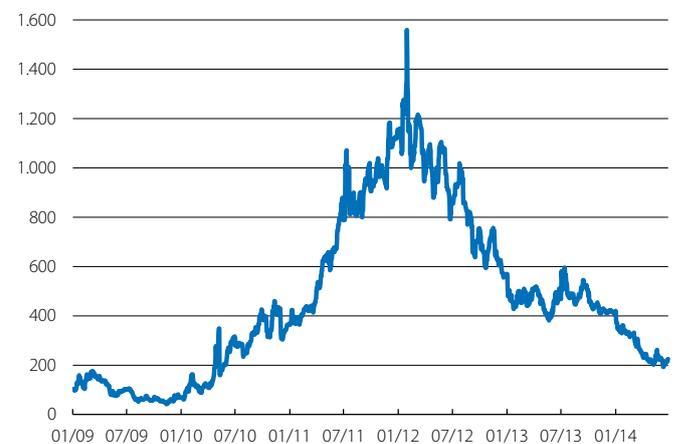
**Francia: evolución del índice PMI**  
(Índice)



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

**Portugal: prima de riesgo de la deuda soberana a 10 años**

(p. b.)



Nota: Diferencia de la deuda soberana a 10 años portuguesa y alemana.  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Bloomberg.