

## COYUNTURA · Inicio de año crucial para la eurozona

**El contexto de baja inflación e incertidumbre obliga a tomar medidas.** El FMI pronostica un escenario de recuperación a distintos ritmos para los países de la eurozona, con una tasa de crecimiento que aumenta del 0,8% en 2014 al 1,2% en 2015 y al 1,4% en 2016. Sin embargo, estas previsiones son inferiores a las pronosticadas hace tres meses. A esta lenta recuperación se le añade una inflación baja que no tenía visos de repuntar, incluso antes de la caída del precio del petróleo. En este entorno macroeconómico, el BCE ha anunciado una importante ampliación del programa de compra de activos que estaba llevando a cabo para evitar el riesgo de deflación e impulsar el crecimiento.

**El BCE llevará a cabo un programa de expansión cuantitativa de magnitud considerable.** El programa de compra de activos se ha ampliado a bonos emitidos por Gobiernos, agencias e instituciones europeas. Las compras de activos ascenderán a 60.000 millones de euros mensuales y tendrán lugar desde marzo de 2015 hasta septiembre de 2016 (o hasta que la tasa de inflación alcance niveles próximos al 2%). Las compras totales superarán el 1,1 billón de euros y serán proporcionales a la cuota de participación de cada país en el capital del BCE. El programa debería reducir la prima de riesgo de los países periféricos y propiciar la depreciación del euro, estimulando el crecimiento en la eurozona. En este sentido, los indicadores de actividad de la eurozona continúan en valores acordes con un nivel de actividad moderado, aunque iniciaron el año con un ligero repunte. El índice PMI compuesto alcanzó en enero los 52,2 puntos, su máximo nivel en los últimos cinco meses. Tanto los índices PMI de servicios como de manufacturas repuntaron. En Alemania, los índices IFO (índice de actividad empresarial) y ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas) mejoraron por tercer mes consecutivo. También anotaron mejores registros en el inicio del año los indicadores de demanda, en particular el índice de confianza del consumidor.

**El descenso de las expectativas de inflación ha empujado al BCE a actuar.** En diciembre, la inflación se situó en el 0,2%, cinco décimas menos que el mes anterior, arrastrada por el descenso del precio del petróleo. Este dato de inflación negativo de diciembre no equivale a una deflación (véase el Dossier de este mes sobre las expectativas de inflación). En este sentido, es importante resaltar que la inflación subyacente (sin energía ni alimentos no elaborados) se mantuvo en el 0,7% por tercer mes consecutivo. A pesar de ello, los riesgos de deflación no son despreciables, puesto que las expectativas de inflación han seguido reduciéndose en la eurozona. En este entorno, el inicio del programa de expansión cuantitativa debería aumentar las expectativas de inflación. Justo después del anuncio de Mario Draghi, estas empezaron a recuperarse, aunque habrá que esperar para ver si la tendencia se afianza.

### Eurozona: previsiones del FMI

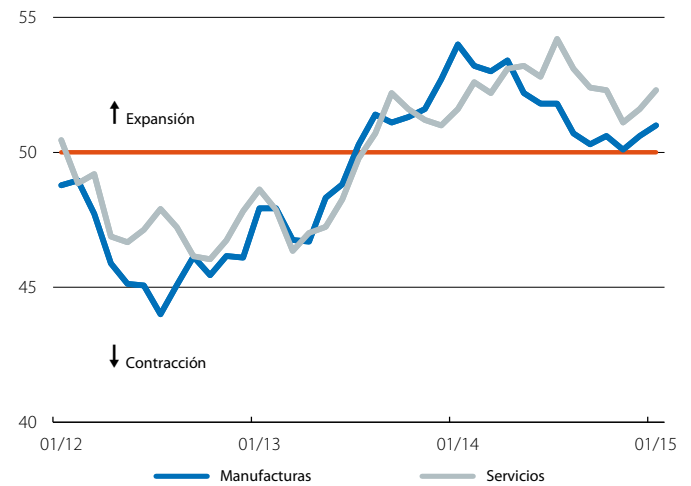
Variación interanual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a previsión octubre 2014	
	2014	2015	2016	2015	2016
Eurozona	0,8	1,2	1,4	▼ 0,2	▼ 0,3
Alemania	1,5	1,3	1,5	▼ 0,2	▼ 0,3
Francia	0,4	0,9	1,3	▼ 0,1	▼ 0,2
Italia	-0,4	0,4	0,8	▼ 0,5	▼ 0,5
España	1,4	2,0	1,8	▲ 0,3	=

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

### Eurozona: indicadores de actividad PMI

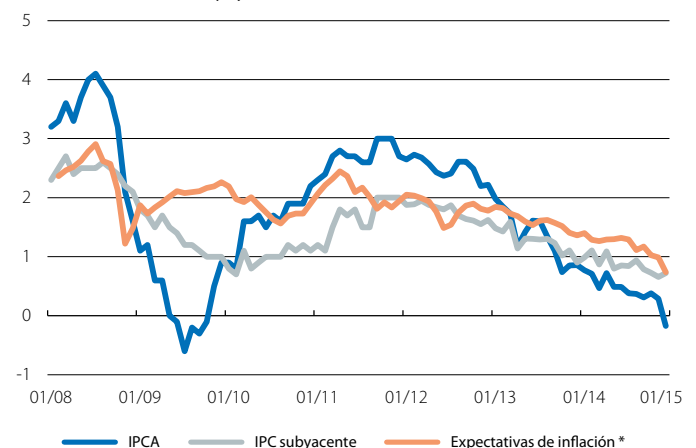
Nivel



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

### Eurozona: IPC armonizado y expectativas de inflación

Variación interanual (%)



Nota: \* Swap de inflación a 5 años.

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

**El programa de expansión cuantitativa inducirá a una mayor depreciación del euro, impulsando el sector exterior.**

La balanza por cuenta corriente de la eurozona se situó en el 2,4% del PIB en noviembre (acumulado de 12 meses), manteniendo la buena tónica que ha mostrado durante el año. Uno de los elementos que más ha contribuido a este impulso ha sido el aumento del superávit de bienes (por el incremento de las exportaciones) y, en menor medida, el de servicios. En los próximos meses, dos factores fortalecerán el superávit corriente. En primer lugar, la caída del precio del petróleo reducirá la factura energética. En segundo lugar, la compra masiva de activos provocará una mayor depreciación del euro. De hecho, después de que el BCE anunciara las nuevas medidas, la tasa de cambio descendió hasta los 1,14 €/\$, nivel en el que esperamos que se mantenga durante los próximos meses, y que retome una senda descendiente cuando la Fed empiece a subir los tipos de interés a finales de año.

**La mejora de la actividad afianzará la tímida recuperación del mercado laboral en la eurozona.**

En diciembre, la tasa de paro de la eurozona se situó en el 11,4%, cuatro décimas por debajo de su nivel de hace un año. Por países, la reducción del desempleo en 2014 ha sido más acentuada en la periferia y en el Reino Unido, mientras que Francia e Italia han presenciado cómo se deterioraba su mercado laboral. Al inicio de este año, las perspectivas del mercado laboral han mejorado: las expectativas de empleo en manufacturas y en servicios han aumentado en todos los países de la eurozona. Además, el incremento de la actividad en 2015, apoyada por la bajada del precio del petróleo, el programa del BCE y la depreciación del euro, se reflejará en mejoras en el mercado laboral.

**El crédito bancario apoyará la recuperación en 2015, respaldado, en parte, por el programa de QE.**

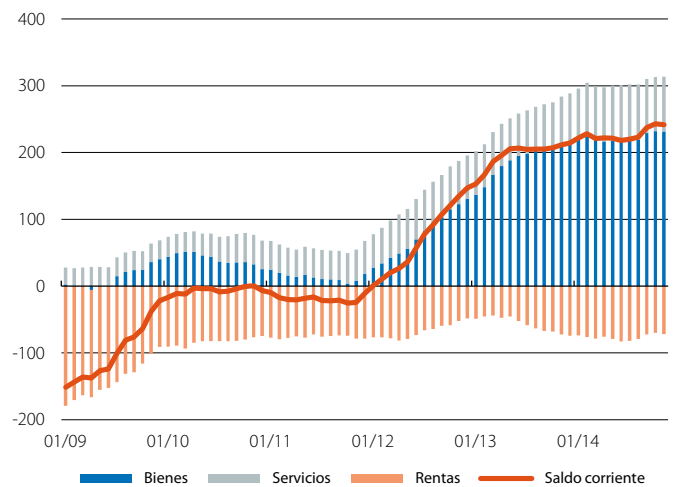
La encuesta sobre préstamos bancarios (EPB) de enero muestra cómo los criterios de aprobación de préstamos en la eurozona siguieron relajándose en el 4T 2014, tanto para los préstamos a empresas no financieras, como para los préstamos hipotecarios y el crédito al consumo. Esta mejora se complementó con un aumento de la demanda de crédito en todas las categorías en el 4T 2014. Además, la EPB también apunta que las entidades de crédito esperan que la recuperación de la demanda continúe durante los próximos trimestres. También es interesante señalar que las disparidades entre países para la concesión de créditos a las empresas se redujeron. A pesar de que el programa de expansión cuantitativa tendrá un mayor impacto sobre el tipo de cambio del euro, también contribuirá a afianzar estas tendencias crediticias ya en curso. El programa incrementará la posición de liquidez de los bancos, facilitando la concesión de crédito, así como una mejora de las condiciones de los mismos para empresas y hogares.

**La política monetaria se debe complementar con reformas estructurales.**

El ajuste del déficit público en la eurozona se ha ido realizando con éxito, reduciéndose el déficit desde el 7% en 2010 hasta el 2,3% en el 3T 2014, lo que permitirá poder llevar a cabo una política fiscal menos restrictiva en 2015. En este sen-

**Eurozona: saldo corriente**

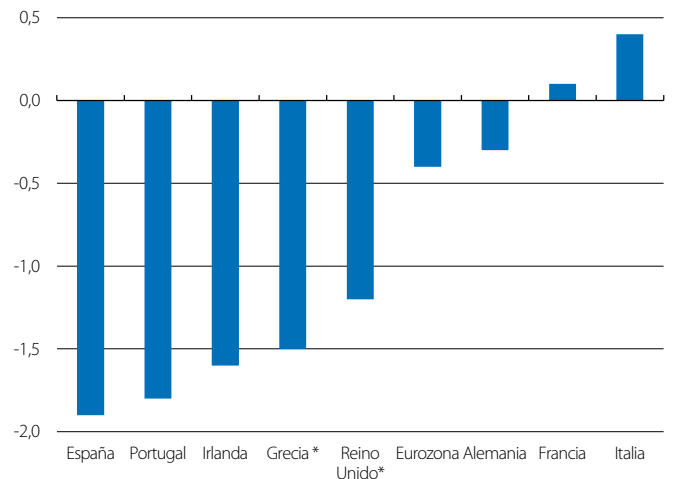
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

**Tasa de paro**

Variación diciembre 2014-diciembre 2013 (p. p.)

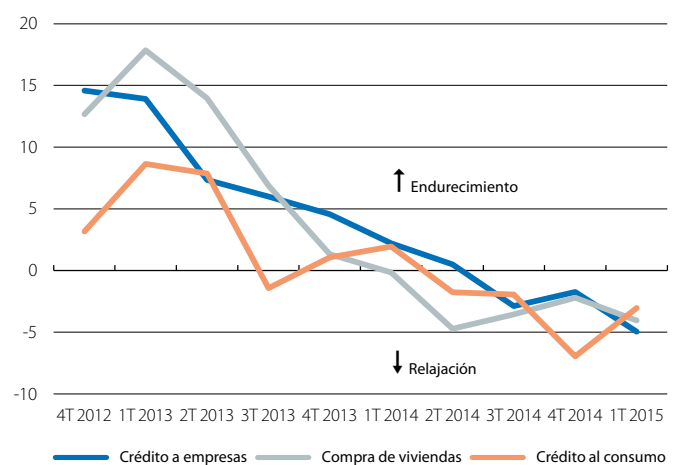


Nota: \* Último dato disponible octubre de 2014.

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

**Cambio en los criterios para la concesión de crédito**

Entidades endureciendo (+) o relajando (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



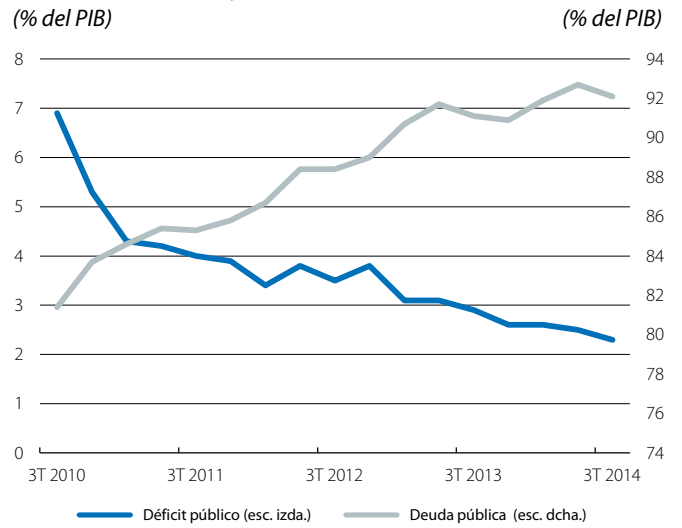
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE (encuesta de préstamos bancarios).

tido, la Comisión Europea ha relajado, temporalmente y en 0,5 p. p., el objetivo de déficit para aquellos países que estén acometiendo reformas estructurales de calado (cláusula de reforma estructural), medida que podría beneficiar en particular a Francia y a Italia. Además, ha confirmado que las inversiones seleccionadas dentro del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (Plan Juncker) no se tendrán en cuenta a la hora de valorar si un país ha alcanzado el déficit público acordado con Bruselas (aunque sí aumentarán su nivel de deuda). De todas formas, para conseguir un ritmo de crecimiento sostenido en la eurozona, los países deben aprovechar la mejora de las condiciones financieras del BCE y del Plan Juncker para llevar a cabo una ambiciosa agenda de reformas estructurales que mejore sustancialmente la capacidad de crecimiento de sus economías. Ello es especialmente importante en países como Francia e Italia, que presentan una tasa de crecimiento potencial muy limitada.

**El banco central suizo decidió abandonar por sorpresa el régimen de tipo de cambio fijo anticipándose a la reunión del BCE,** lo que muestra la interdependencia de las políticas monetarias y sus efectos más allá de sus fronteras. La decisión del SNB estuvo motivada, principalmente, por la dificultad de defender el franco suizo ante la moneda europea una vez la expansión cuantitativa estuviera en marcha. Como resultado, el franco suizo se apreció considerablemente e impactó de manera directa en su economía, en particular en el sector bancario y en el exportador. La apreciación del franco suizo no debería afectar de manera significativa a la Europa emergente, a pesar del abundante uso de financiación en divisas extranjeras por parte de estos países. Por un lado, en los últimos años han reducido la financiación en divisas y han emprendido medidas para mitigar su exposición. Por otro lado, la elevada solvencia bancaria debería facilitar la absorción de los efectos de la depreciación de las principales monedas de la Europa emergente respecto al franco suizo.

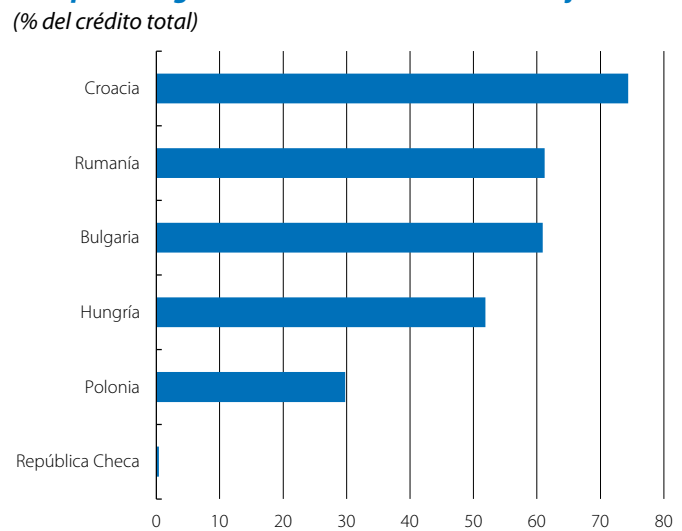
**Syriza gana las elecciones en Grecia, primera votación de un año con importantes citas electorales.** El partido de izquierdas se ha quedado a dos escaños de la mayoría absoluta y ha formado Gobierno en coalición con el partido nacionalista de derechas (ANEL). Ambos proponen llevar a cabo un ajuste fiscal menor y negociar unas condiciones de financiación mejores para pagar su deuda. Las primeras medidas anunciadas incluyen el aumento del salario mínimo hasta los 751 euros, un incremento de la contratación pública, sanidad gratuita para aquellos que pierdan su empleo así como otras medidas sociales para las cuales requerirán fondos públicos adicionales a la hora de llevarlas a cabo. Se abre, asimismo, un largo periodo de discusiones con la troika para la renegociación de la deuda que se prevé complicado (véase el Focus «Grecia: ¿una nueva etapa posttroika?»). El año 2015 continúa con varias citas electorales importantes en Europa, incluyendo el Reino Unido y España.

**Eurozona: déficit y deuda pública**



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

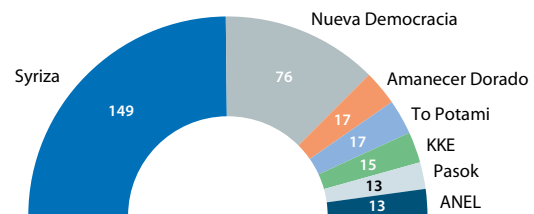
**Europa emergente: crédito en divisas extranjeras**



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de BERD (2014).

**Grecia: composición del Parlamento**

(Escaños)



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Ministerio de Interior griego.