

COYUNTURA · Datos más optimistas aunque rodeados de incertidumbre

El PIB de la eurozona creció un 0,3% intertrimestral en el 4T 2014 (0,2% en el 3T), una décima por encima de lo esperado. Esto sitúa el crecimiento total del año en el 0,9% (-0,4% en 2013). El fuerte avance de la economía alemana en el 4T, del 0,7% intertrimestral (0,1% en el 3T), superó las expectativas y fue un factor clave para la recuperación de la eurozona. El crecimiento del PIB en España, del 0,7% intertrimestral, y en Portugal y en los Países Bajos, del 0,5%, también contribuyó a acelerar el ritmo de recuperación de la eurozona. En cambio, Francia siguió mostrando signos de debilidad, con un crecimiento del 0,1%, consecuencia, sobre todo, del mal comportamiento de la inversión, e Italia no consiguió abandonar por completo la recesión (0,0%). Por tanto, se mantiene la disparidad entre países, con España y Alemania en el grupo a la cabeza y Francia e Italia en el grupo a la cola.

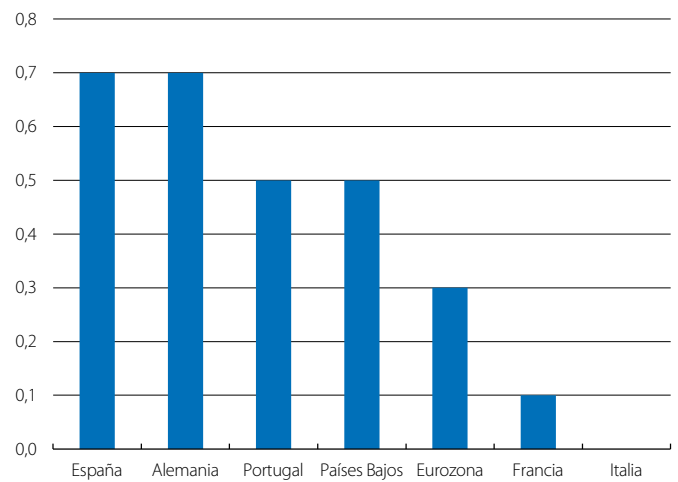
La Comisión Europea (CE) ha mejorado las perspectivas de crecimiento del PIB de la eurozona hasta el 1,3% en 2015 y el 1,9% en 2016, dos décimas por encima de sus previsiones de otoño. Por primera vez desde 2007, se espera un avance positivo en 2015 para todos los países de la eurozona, aunque a distintas velocidades. Parte del aumento del crecimiento en 2015 viene apoyado por factores temporales, como la caída del precio del petróleo, la depreciación del euro y la puesta en marcha, por parte del Banco Central Europeo (BCE), del programa de compra de activos a gran escala. Destaca la mejora de las previsiones para España (+0,6 p. p.) y para Alemania (+0,4 p. p.). No obstante, para que esta mejora tenga continuidad durante los próximos meses, es importante eliminar factores de incertidumbre en la eurozona, como la crisis griega.

La CE permite a Francia retrasar la corrección del déficit, a cambio de incrementar la reducción del déficit estructural. El país tendrá hasta el 2017 para reducir el déficit fiscal por debajo del 3,0% del PIB. Paralelamente, no obstante, la CE solicita que Francia reduzca la parte de déficit que corresponde a factores estructurales, y que se encuentra en niveles elevados con respecto a otros países de la eurozona. En concreto, la CE insta a Francia a hacer un esfuerzo de reducción del déficit estructural del 0,5% del PIB en 2015, dos décimas más de lo que le pedía hasta ahora. Además, anuncia una revisión en mayo para supervisar la reducción del déficit y la implementación de reformas de este país. En el caso de Italia, la CE alerta sobre su elevado nivel de deuda (133% previsto en 2015) y el incumplimiento del objetivo de déficit para este año (2,6% en lugar del 2,2% previsto), aunque decide no imponer sanciones al reconocer el difícil contexto macroeconómico y el esfuerzo reformador del Gobierno italiano.

Acuerdo entre Grecia y el Eurogrupo para extender el programa de rescate hasta junio. Las instituciones han dado su

PIB del 4T 2014

Variación intertrimestral (%)



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

Previsiones del crecimiento del PIB de la Comisión Europea

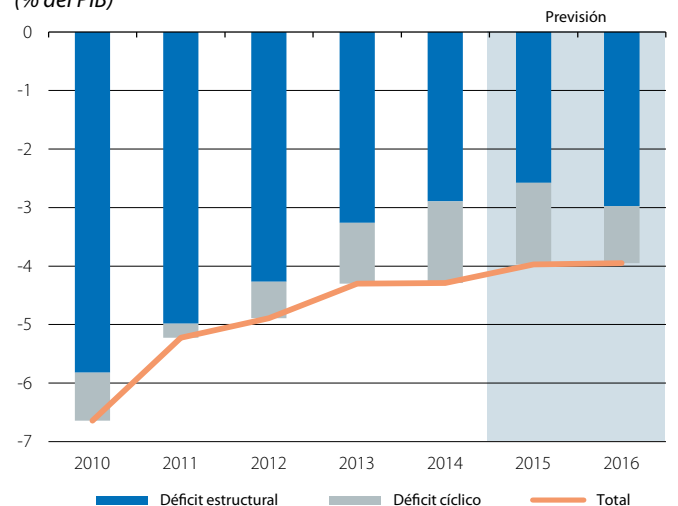
Variación anual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de otoño de 2014	
	2015	2016	2015	2016
Eurozona	1,3	1,9	▲ 0,2	▲ 0,2
Alemania	1,5	2,0	▲ 0,4	▲ 0,2
Francia	1,0	1,8	▲ 0,3	▲ 0,3
Italia	0,6	1,3	=	▲ 0,2
España	2,3	2,5	▲ 0,6	▲ 0,3
Portugal	1,6	1,7	▲ 0,3	=
Grecia	2,5	3,6	▲ 0,4	▼ 0,1

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

Francia: déficit público

(% del PIB)



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

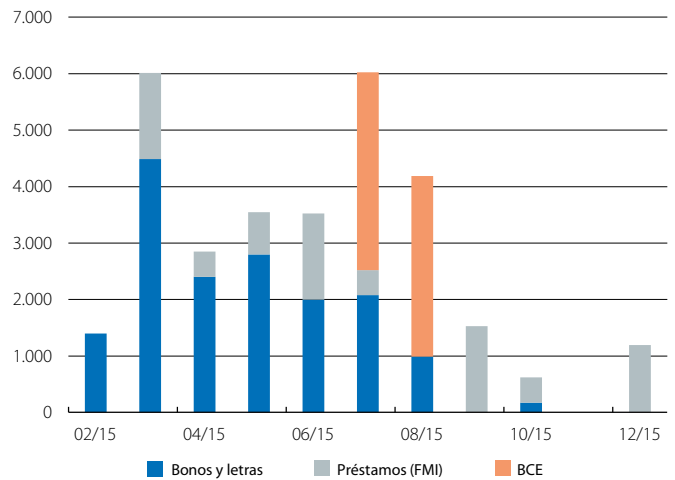
aprobación a la lista inicial de medidas presentadas por el Gobierno griego, que incluyen, entre otras: una reforma del IVA y del IRPF; la lucha contra la corrupción y la evasión fiscal; la flexibilización del mercado laboral (aunque se revisará al alza el salario mínimo), y la continuidad de las privatizaciones ya programadas (aunque se revisarán las no iniciadas). Si bien la primera impresión es favorable, la falta de concreción en las medidas hace que el BCE y el Fondo Monetario Internacional se mantengan cautos. En todo caso, los 7.200 millones de euros pendientes del rescate no se desembolsarán hasta que Grecia demuestre que está implementando las reformas propuestas. Así pues, la incertidumbre todavía estará presente durante unos meses. A corto plazo, el Parlamento griego aún debe aprobar estas medidas, y el primer ministro necesitará el apoyo de su partido y de sus aliados de coalición, lo que podría ser complicado debido a las discrepancias que mantienen entre sí. Además, es previsible que haya repuntes de las tensiones financieras derivadas de las dificultades que pueda tener el Tesoro griego para hacer frente a los próximos vencimientos de deuda, y de la delicada situación en la que se encuentra el sistema bancario griego.

El ritmo de la recuperación de la eurozona se intensifica en el 1T 2015. El índice PMI compuesto de la eurozona alcanzó los 53,5 puntos en febrero, el máximo nivel de los últimos siete meses. La mejora se produjo, sobre todo, gracias al fuerte aumento registrado en el sector de servicios. Por países, Francia sorprendió favorablemente, ya que su índice PMI compuesto subió hasta los 52,2 puntos, el valor más alto desde agosto de 2011. Además, la senda alcista del índice PMI alemán corrobora que esta economía sigue siendo el motor de la recuperación. El dinamismo alemán también se observa en la evolución de los indicadores IFO (índice de actividad empresarial) y ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas), que mejoraron por cuarto mes consecutivo en febrero. La composición del PIB germano en el 4T también fue favorable: la contribución de la demanda interna y externa al crecimiento intertrimestral fue de 0,7 y 0,2 p. p., respectivamente, mientras que la variación de existencias restó 0,2 p. p.

Mejora generalizada de los indicadores de demanda. A juzgar por las cifras de las ventas minoristas, cuyo ritmo de crecimiento se aceleró hasta el 2,8% interanual, el consumo privado está mejorando. Otra muestra de ello es el fuerte incremento de la confianza del consumidor en febrero, que se situó en niveles no observados desde verano de 2007. La recuperación del mercado laboral, aunque gradual, sin duda está ayudando a dinamizar la demanda interna. Las expectativas de empleo, tanto en el sector manufacturero como en el de servicios, han seguido avanzando en los dos primeros meses del año. Por países, destaca el fuerte incremento de las perspectivas de creación de empleo en Alemania, una muestra más de la fortaleza del país, y también en España, cuyo mercado laboral va recuperándose, poco a poco, de su mala situación. En cambio, Francia tuvo avances más contenidos, acordes con la moderada recuperación de su actividad.

Grecia: vencimientos de deuda pública

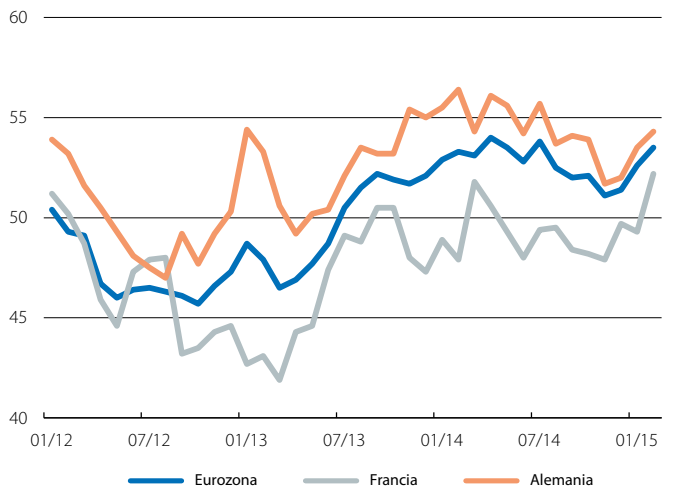
(Millones de euros)



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

Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel

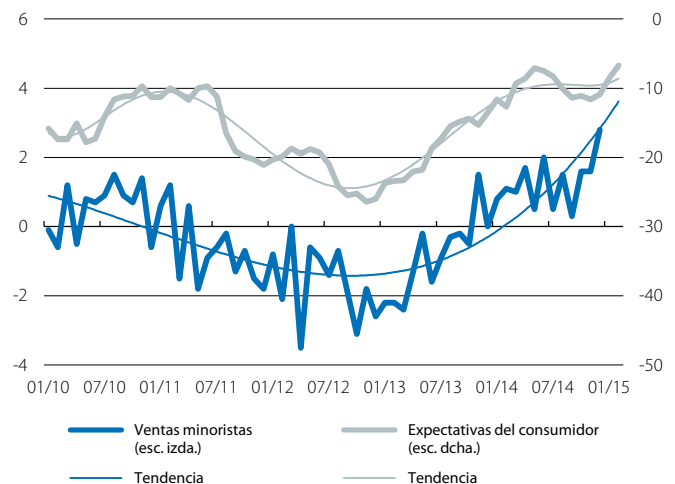


Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



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

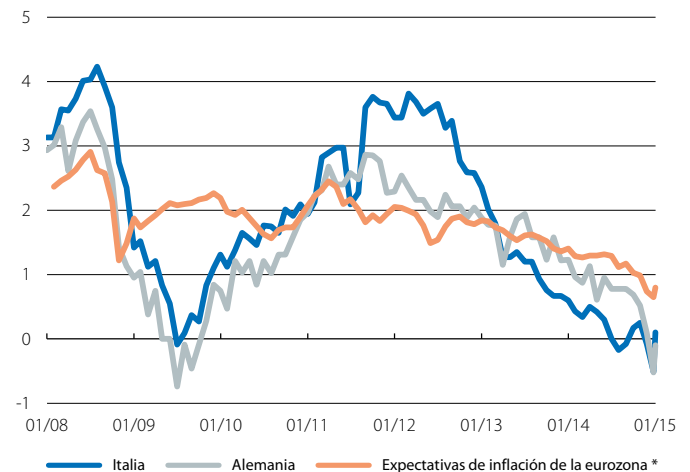
La inflación se mantiene en terreno negativo pero inicia una fase de recuperación. Se espera que la tasa de inflación haya aumentado en febrero, ya que, tras la fuerte caída de los meses anteriores, el precio del petróleo creció entonces un 18,3% intermensual. De hecho, en Alemania, Italia y España, países en los que ya se conoce el dato de febrero, se observa un claro repunte de la inflación. El aumento de las expectativas de inflación en el segundo mes del año, tras el anuncio del programa de expansión cuantitativa por parte del BCE, también parece corroborar el cambio de tendencia. De esta forma, prevemos que la inflación se recupere gradualmente a medida que los precios del petróleo regresen a cotas más elevadas y el crecimiento de la demanda interna se intensifique. Así, la eurozona cerrará 2015 con una inflación promedio del 0,4%. En 2016, esta subirá hasta el 1,6%, en promedio, una vez que desaparezca el efecto nivel del componente energético.

El abaratamiento del petróleo y la depreciación del euro apoyarán el superávit corriente en 2015. La balanza por cuenta corriente de la eurozona mantuvo la buena tónica del último año y registró un superávit del 2,4% del PIB en diciembre (acumulado de 12 meses). A ello ha contribuido, en gran medida, el superávit de la cuenta de bienes de diciembre, gracias al fuerte aumento de las exportaciones, del 8% interanual, que superó con creces el incremento de las importaciones, del 1% interanual. De cara a los próximos meses, el superávit por cuenta corriente se verá reforzado por dos factores. Por un lado, el precio del petróleo se mantendrá en niveles bajos, lo que permitirá contener la factura energética de las importaciones. Por otro lado, las exportaciones se verán favorecidas por la depreciación del euro. En efecto, una de las consecuencias del programa del BCE de compra de deuda pública y privada a gran escala ha sido que, desde su anuncio, el euro se haya depreciado el 3,6%, hasta los 1,12 €/\$, a finales de febrero. Prevemos que el tipo de cambio se mantenga en estos niveles unos meses y vuelva a depreciarse a finales de año una vez la Fed emprenda la subida de los tipos de interés.

Los buenos datos del Reino Unido reabren el debate sobre el inicio de la subida de tipos por parte del Bank of England (BoE). El crecimiento del PIB alcanzó el 2,6% en 2014, apoyado, sobre todo, en el buen comportamiento de la demanda interna. El ritmo de avance de las ventas minoristas en enero de 2015, del 5,5% interanual, y la baja tasa de paro (5,7% en noviembre) apuntan a que este patrón de crecimiento se está manteniendo en el 1T 2015, lo que ha avivado el debate sobre cuándo tendrá lugar la primera subida de tipos por parte del BoE. De momento, la inflación se mantiene en cotas bajas por la caída del precio del petróleo, pero los salarios crecieron en el 4T 2014 por encima de la inflación por primera vez desde mediados de 2008. En los próximos meses, esperamos que la inflación se vaya normalizando y que las presiones al alza en los salarios vayan cogiendo pulso. Ello, junto con el mantenimiento de un buen ritmo de crecimiento, debería permitir al BoE empezar a normalizar gradualmente la política monetaria a partir del 3T 2015.

IPC armonizado y expectativas de inflación

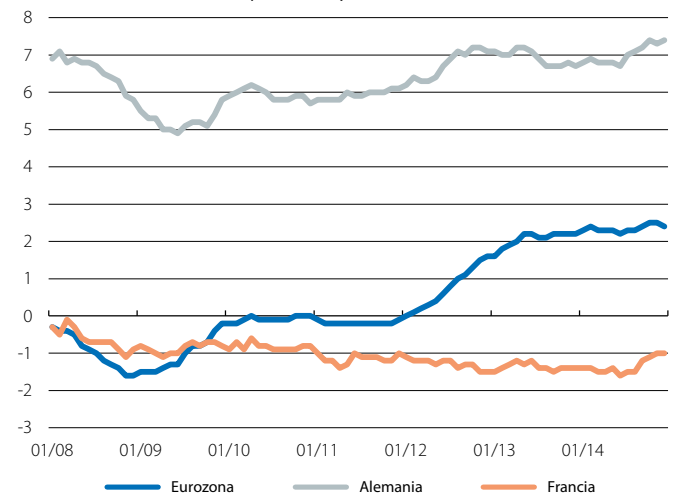
Variación interanual (%)



Nota: * Swap de inflación a 5 años.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Destatis, Istat y Bloomberg.

Saldo de la cuenta corriente

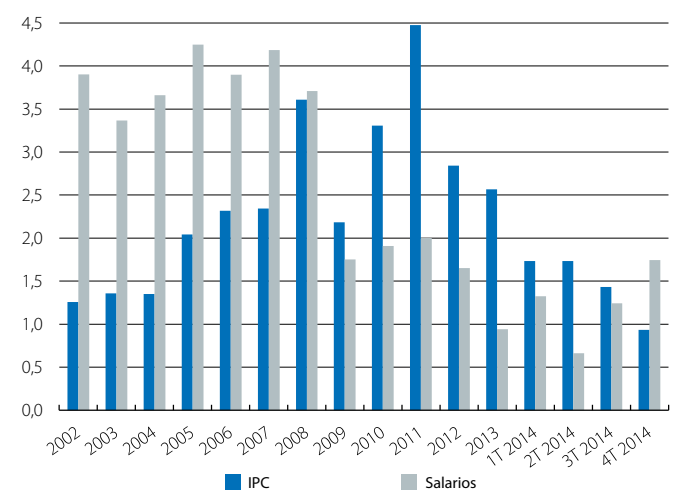
Acumulado de 12 meses (% del PIB)



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

Reino Unido: IPC y salarios

Variación interanual (%)



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