

## COYUNTURA · Mejores perspectivas a corto plazo, retos a largo plazo

La composición del PIB del 4T muestra la mejora en el avance del crecimiento de la eurozona. El PIB creció un 0,3% intertrimestral, con una contribución positiva del consumo de los hogares (0,1 p. p.), de la inversión (0,2 p. p.) y del sector exterior (0,2 p. p.). El gasto público tuvo una contribución nula y la variación de existencias restó 0,2 p. p. a la demanda interna. Destacan el buen tono de la inversión, que creció un 0,4% intertrimestral después de permanecer en terreno negativo durante los dos últimos trimestres, y la evolución positiva de la demanda externa, impulsada por la depreciación del euro. Por países, la disparidad entre las tasas de crecimiento se refleja en el desglose del PIB de las dos mayores economías de la eurozona: por un lado, Alemania creció un 0,7% intertrimestral, con muy buenos registros de la inversión y del consumo privado; por otro lado, Francia creció solo un 0,1% con el único apoyo del gasto público y con la inversión en terreno negativo.

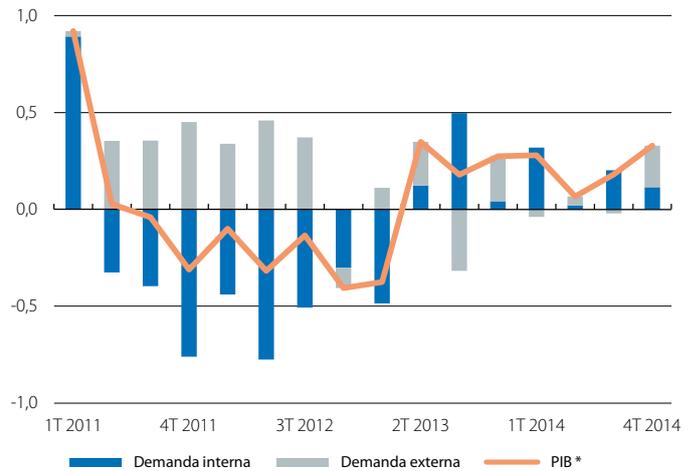
La OCDE mejora las perspectivas de crecimiento del PIB de la eurozona hasta el 1,4% en 2015 y el 2,0% en 2016, tres décimas por encima de sus previsiones de noviembre. La organización internacional revisó al alza el crecimiento de los principales países, gracias, sobre todo, a los efectos positivos que tendrán la caída del precio del petróleo y la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo (BCE). Apunta, sin embargo, que ambos factores son temporales. La OCDE advierte de que, para hacer sostenido este crecimiento a largo plazo, es necesario acompañar los apoyos temporales de reformas estructurales. Por países, destaca la revisión de Alemania (+0,6 p. p.) hasta el 1,7% en 2015, debido a la solidez de su crecimiento durante el último trimestre y a la ayuda de los factores temporales mencionados.

Los indicadores de actividad muestran una aceleración de la recuperación en el 1T 2015. El índice PMI compuesto de la eurozona marcó máximos de cuatro años situándose en los 54,1 puntos en marzo, gracias, especialmente, a los buenos datos del sector servicios. Asimismo, el índice de sentimiento económico mantuvo una tendencia claramente alcista. El máximo exponente de esta tónica positiva es Alemania, donde tanto el índice PMI compuesto como los índices IFO (índice de actividad empresarial) y ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas) mejoraron en marzo, lo que reafirma al país germano como locomotora del crecimiento europeo. En Francia, por su parte, el índice PMI compuesto se mantuvo en zona expansiva aunque el dato de marzo rompiera la tendencia alcista de los dos últimos meses. A pesar del ligero deterioro en algunos indicadores, los datos del primer trimestre de la economía gala son acordes con un moderado crecimiento del PIB.

La demanda interna acompañará la mejora de la actividad. Los indicadores de demanda se dispararon durante el 1T 2015 y

### Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB (p. p.)



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

### Previsiones del crecimiento del PIB de la OCDE

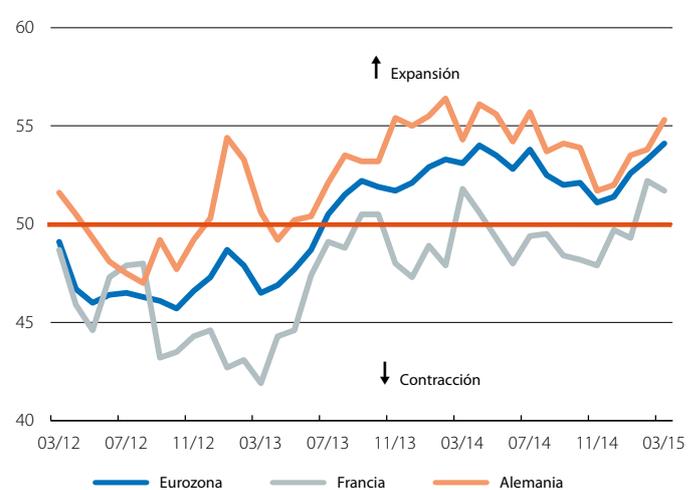
Variación interanual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de noviembre de 2014	
	2015	2016	2015	2016
Eurozona	1,4	2,0	▲ 0,3	▲ 0,3
Alemania	1,7	2,2	▲ 0,6	▲ 0,4
Francia	1,1	1,7	▲ 0,3	▲ 0,2
Italia	0,6	1,3	▲ 0,4	▲ 0,3
Reino Unido	2,6	2,5	▼ 0,1	=

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

### Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

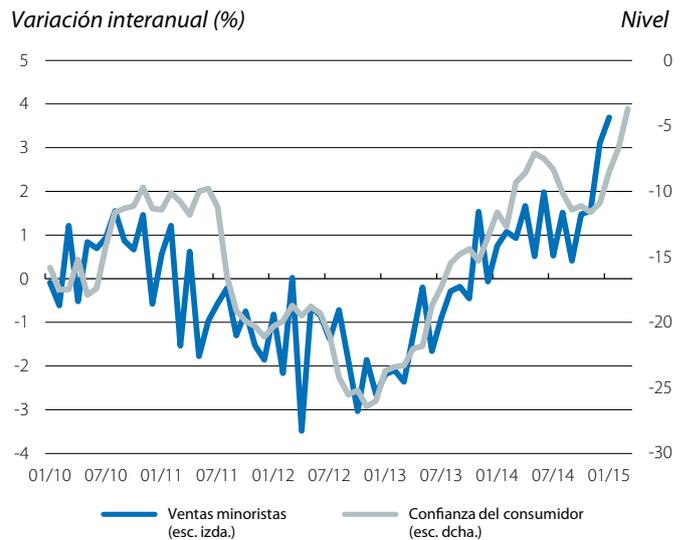
mostraron la fortaleza del consumo privado. El descenso del precio del petróleo está permitiendo un ahorro nada despreciable para los hogares, facilitando que aumenten el consumo en otros bienes. Así lo reflejan las ventas minoristas de la eurozona, que crecieron un 3,7% interanual en enero, el mayor registro desde 2005. Las dos mayores economías de la eurozona protagonizan esta tendencia: Alemania y Francia registraron un aumento del 5,4% y del 4,1%, respectivamente. El buen tono también se refleja en la confianza del consumidor, que ya se sitúa en niveles previos a la crisis.

**El empleo mejora en el 4T 2014 impulsado por los buenos datos de actividad.** El empleo aumentó en la eurozona un 0,1% intertrimestral en el último trimestre de 2014. Las diferencias por países son considerables, dadas las dispares situaciones de los mercados de trabajo y los patrones de crecimiento respectivos. Así, en países como España, donde se destruyeron numerosos puestos de trabajo durante la crisis, pero donde la recuperación ya ha tomado velocidad, el crecimiento del empleo es elevado: creció un 0,7% intertrimestral en el 4T 2014. Por otro lado, Alemania, cerca ya del pleno empleo, experimentó un incremento del 0,2%. En Francia, la atonía en el crecimiento se refleja también en la ocupación, que se mantuvo sin cambios. Las expectativas para el conjunto de la eurozona, después de un dubitativo 2014, mejoraron durante el 1T 2015, en particular en el sector manufacturero. Por su parte, la tasa de paro presenta una evolución similar, y descendió hasta el 11,3% en febrero. Por países, destaca la baja tasa de paro de Alemania, que se sitúa en el 4,8%. Las expectativas de desempleo señalan que la mejora continuará en los próximos meses.

**La situación del mercado laboral, desigual entre países, se ve reflejada en los costes laborales.** En países con una tasa de desempleo elevada no se observa presión al alza en los costes laborales. Por ejemplo, descendieron un -0,3% interanual en Italia y solo crecieron un 0,1% en España. Por otro lado, en Alemania, donde la economía está cerca del pleno empleo, existe más presión al alza sobre los salarios, y así lo reflejan los costes laborales, que aumentaron un 2,0% interanual en el 4T. Sin embargo, en el conjunto de la eurozona, continuó la moderación salarial y los costes laborales crecieron un 1,1% respecto al mismo trimestre del año anterior. La contención salarial, junto con la evolución del tipo de cambio euro-dólar, que cerró el mes de marzo en 1,07 dólares por euro después de casi rozar la paridad, dan impulso a la demanda externa. En enero, el saldo por cuenta corriente acumulado de 12 meses se situó en 247.000 millones de euros (2,4% del PIB), siendo un 23% superior que el dato de enero de 2014, sobre todo por la mejora en el saldo comercial de bienes y en el saldo de rentas. De cara a 2015 y 2016, la mejora debería continuar a medida que los efectos de la depreciación del euro tengan su máximo efecto.

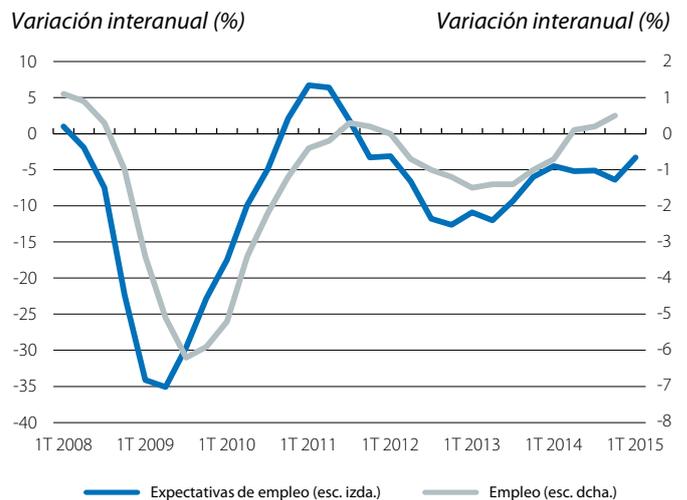
**La inflación repunta en marzo a pesar de mantenerse en terreno negativo.** La inflación general de la eurozona subió dos décimas en marzo, hasta el -0,1%, apoyada por la menor caída del precio de los componentes energéticos (sobre todo los carburantes). La inflación subyacente, después de aumentar una

**Eurozona: indicadores de demanda**



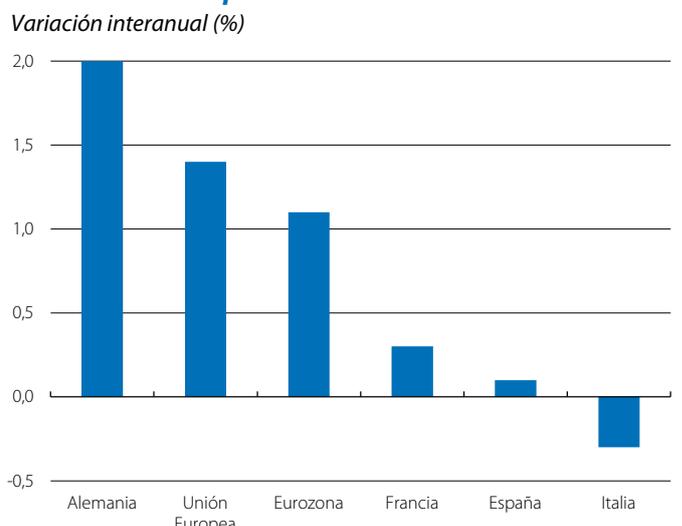
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: empleo y expectativas de empleo en el sector manufacturero**



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

**Costes laborales por hora en el 4T 2014**



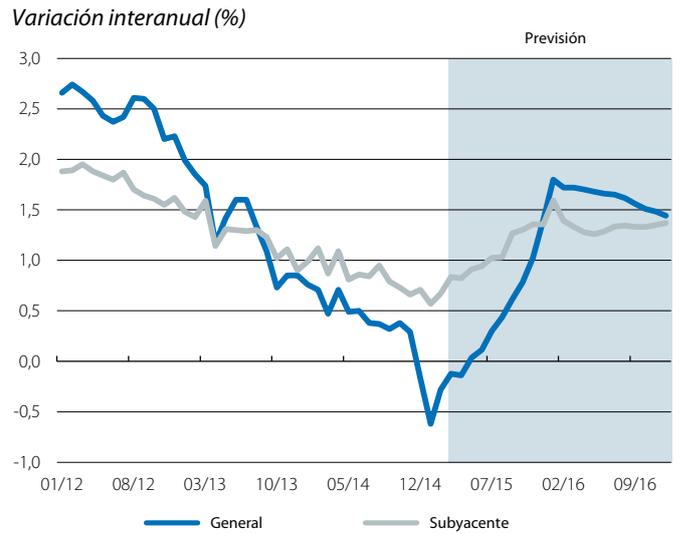
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

décima en febrero, volvió a descender hasta el 0,6% en marzo. Esta evolución se explica por el comportamiento de la inflación subyacente de Italia, que se redujo cuatro décimas en marzo por la caída de los precios de los servicios y los bienes industriales.

**La tormenta griega no amaina y las perspectivas de crecimiento empeoran.** El aumento de las dificultades de la economía helena se ha visto reflejado en los cambios de las previsiones de crecimiento del consenso de analistas. Desde el anuncio de las elecciones, en diciembre de 2014, hasta marzo, el crecimiento del PIB previsto para 2015 se ha revisado siete décimas a la baja. Las negociaciones entre las instituciones europeas y el Gobierno griego prosiguen un tortuoso camino. Si bien se alcanzó una prórroga del programa de rescate en febrero, hasta que no se llegue a un acuerdo satisfactorio sobre las reformas estructurales que se deben llevar a cabo y hasta que el Gobierno griego las empiece a implementar, no se desembolsarán los 7.200 millones de euros pendientes del rescate. Sin este desembolso, el Ejecutivo heleno se verá en serios problemas para hacer frente a los pagos del mes de abril. El tiempo apremia y es importante que ambas partes continúen las negociaciones para llevarlas a buen puerto.

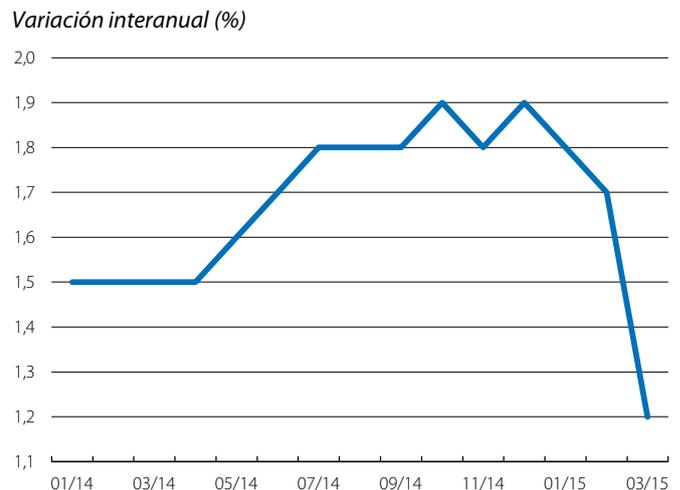
**A pesar de los buenos datos observados durante el 1T 2015, los desequilibrios macroeconómicos en la eurozona aumentan,** según la Comisión Europea. Así, a los riesgos a corto plazo provocados por la crisis griega se suman los retos a largo plazo. La Comisión, a pesar del mejor tono de la economía europea, avisa de que no hay que descuidar las reformas estructurales si se quiere garantizar el crecimiento a largo plazo. En su reciente informe sobre desequilibrios macroeconómicos, la Comisión ha aumentado de tres a cinco el número de países con desequilibrios excesivos que requieren intervención decisiva en el último año, mientras que el número de países con desequilibrios leves se ha reducido de siete a seis. Por países, Alemania presenta un leve desequilibrio a causa de un superávit por cuenta corriente demasiado elevado. Francia e Italia, ambas con desequilibrios excesivos, tienen una deuda y un déficit público elevados, y sufren una grave pérdida de competitividad exterior. Es destacable que, ni en el informe actual ni en el publicado hace un año, no se identifica ni un solo país sin desequilibrios. La Comisión también hace una evaluación del seguimiento de sus recomendaciones y de las medidas tomadas hasta el momento para corregir los desequilibrios existentes. Alrededor del 47% de las recomendaciones se han implementado poco o nada y solo un 3% se ha aplicado íntegramente. La conclusión es clara: debe agilizarse la agenda reformadora para que el crecimiento de la eurozona se consolide de manera duradera, puesto que los apoyos temporales de los que disfruta ahora no permanecerán siempre.

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



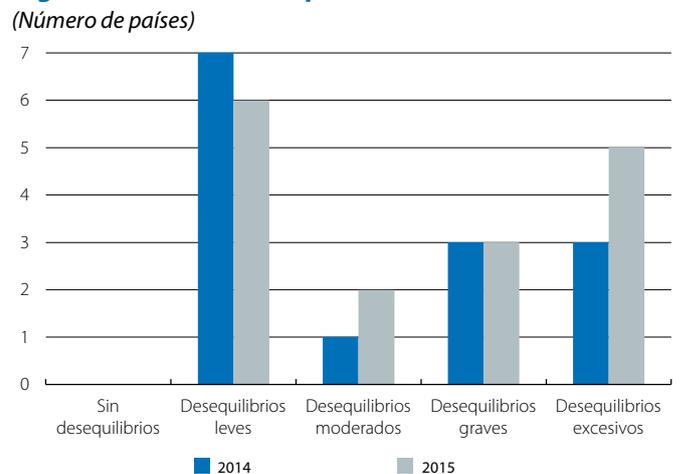
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Grecia: evolución de la previsión de crecimiento del PIB de 2015 del consenso de analistas**



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

**Países con desequilibrios macroeconómicos según la Comisión Europea**



Nota: 14 países analizados en 2014, 16 en 2015.

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