

## COYUNTURA · La recuperación sigue a buen ritmo pero los riesgos persisten

El Fondo Monetario Internacional (FMI) constata la mejora económica de la eurozona y revisa al alza sus previsiones. La institución señala que la recuperación de la economía se ha visto apoyada por la presencia de factores temporales favorables, como el descenso del precio del petróleo, y por las medidas que ha llevado a cabo el Banco Central Europeo (BCE). La política monetaria expansiva del BCE está teniendo un papel determinante en la recuperación, mejorando las condiciones financieras de la economía al reducir sustancialmente los tipos de interés y al apoyar las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, ha impulsado la depreciación del euro, lo que favorece la balanza comercial. Estos acontecimientos han llevado al FMI a incrementar la previsión de crecimiento de la eurozona con respecto a la estimación de enero (+0,3 p. p., hasta el 1,5% en 2015). Sin embargo, señala los riesgos de un periodo prolongado de crecimiento e inflación bajos. Para evitarlo, recomienda continuidad en las medidas monetarias expansivas, profundizar en las reformas estructurales e incrementar la inversión, en particular en aquellos países con mayor margen fiscal.

**La recuperación prosigue en el 2T, aunque sin signos de acelerarse.** Tras un 1T en el que la actividad de la eurozona ganó tracción, los primeros datos del 2T apuntan a que la expansión continúa a buen ritmo, pero con cierta moderación. El índice PMI compuesto de la eurozona alcanzó los 53,5 puntos en abril, ligeramente por encima del nivel del 1T (53,3 puntos), aunque por debajo de nivel de marzo (54,4 puntos). El mismo patrón se observa tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. Por países, Alemania presenta la misma radiografía de crecimiento robusto en el inicio del 2T, pero con cierta moderación tanto en el PMI como en el ZEW (índice sobre las expectativas de inversores y analistas), que anotaron un ligero descenso respecto al registro de marzo. Sin embargo, el IFO (índice de actividad empresarial), siguió al alza. Por lo que respecta a Francia, el índice PMI anotó un importante retroceso que lo situó de nuevo muy cerca de los 50 puntos (cifra que suele delimitar fases de expansión y de contracción), tras los esperanzadores registros de los últimos meses. A diferencia de Alemania y de Francia, el índice PMI del resto de países de la eurozona aumentó significativamente, hasta niveles máximos desde agosto de 2007, y confirma, así, que la recuperación abarca a la mayoría de países.

**El consumo privado mantiene el buen tono.** El mayor optimismo sobre las perspectivas de la economía se tradujo en un incremento del consumo de la eurozona en el 1T. Así, las ventas minoristas crecieron en febrero un 3,0% interanual. El consumo privado debería mantener el buen tono en el 2T, a pesar de la leve corrección de la confianza del consumidor en abril, después de un notable incremento en el 1T. La trayectoria ascendente de los salarios en Alemania, motor de la actividad de la eurozona, continuará apoyando este mayor impulso del consu-

### Eurozona: previsiones del FMI

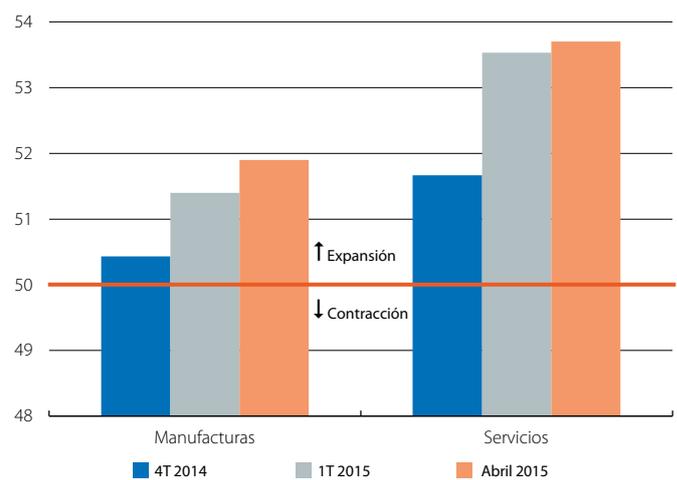
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a la previsión de enero de 2015	
	2014	2015	2016	2015	2016
Eurozona	0,9	1,5	1,6	▲ 0,3	▲ 0,2
Alemania	1,6	1,6	1,7	▲ 0,3	▲ 0,2
Francia	0,4	1,2	1,5	▲ 0,3	▲ 0,2
Italia	-0,4	0,5	1,1	▲ 0,1	▲ 0,3
España	1,4	2,5	2,0	▲ 0,5	▲ 0,2

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

### Eurozona: indicadores de actividad PMI

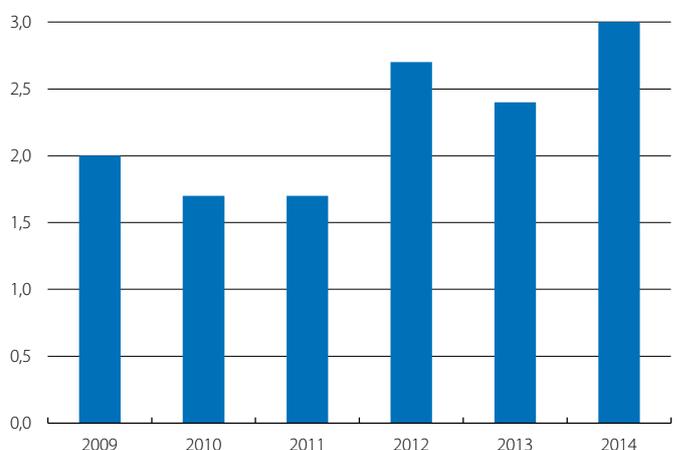
Nivel



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

### Alemania: salario por hora

Variación interanual (%)



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

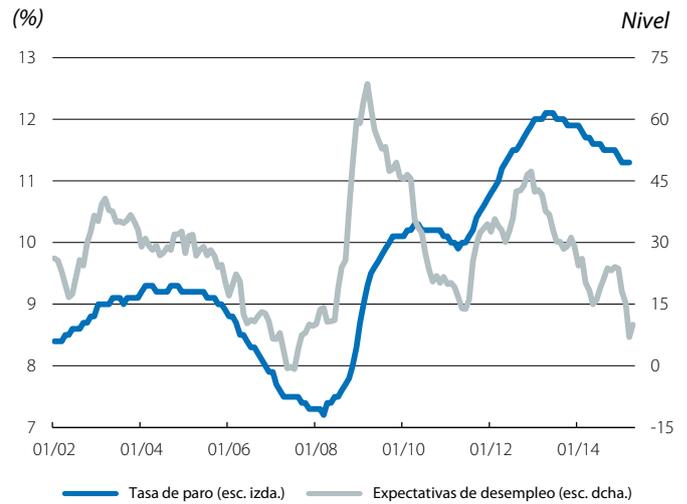
mo privado. En 2014, el país germano registró la mayor alza salarial en 20 años, y para 2015 se espera un aumento salarial de cerca del 3%, debido, en parte, a la introducción del salario mínimo y a los incrementos salariales pactados en los distintos convenios.

**La recuperación de la actividad económica en el 1T 2015 se refleja también en el mercado laboral.** En marzo, la tasa de paro de la eurozona se situó en el 11,3%, cuatro décimas por debajo del nivel de hace un año. En el 1T, las expectativas de creación de empleo que recoge la Comisión Europea avanzaron notablemente para el conjunto de la eurozona. Se espera, por tanto, que el aumento de la ocupación en el 1T haya sido superior al del 4T, que fue del 0,1% intertrimestral. En el inicio del 2T, las perspectivas del mercado laboral siguen siendo favorables, aunque, como sucede con el resto de indicadores de oferta y demanda, apuntan a una leve desaceleración en el ritmo de crecimiento del empleo. En concreto, las expectativas de generación de empleo en abril retrocedieron dos y una décima, hasta los -2,7 y 4,5 puntos en el sector manufacturero y de servicios, respectivamente. De momento, sin embargo, se mantienen en niveles por encima de los registrados en el promedio del 1T.

**La depreciación del euro contribuye al superávit de la balanza comercial.** El sector exterior sigue contribuyendo a la recuperación de la actividad económica, logrando que el crecimiento entre la demanda interna y externa sea bastante equilibrado. Las exportaciones de bienes, que finalizaron el pasado año con un incremento del 4,6% interanual en el 4T, continuaron avanzando significativamente en el inicio del 2015. En concreto, en los dos primeros meses del año, las exportaciones registraron un aumento anual promedio del 3,3%. Esto es, en parte, resultado de la depreciación del euro de los últimos trimestres. Concretamente, el superávit de la balanza comercial, de 22.000 millones de euros en febrero en términos desestacionalizados (21.200 millones en enero) ha contribuido a que la balanza por cuenta corriente de la eurozona mantuviera la buena tónica y registrara un superávit del 2,4% del PIB en febrero (acumulado de 12 meses), cuatro décimas por encima del registro del mismo mes del año anterior. Esperamos que el tipo de cambio se mantenga en cotas bajas los próximos meses y, de hecho, no descartamos que el euro se deprecie un poco más, una vez la Fed emprenda la subida de tipos de interés a finales de este año.

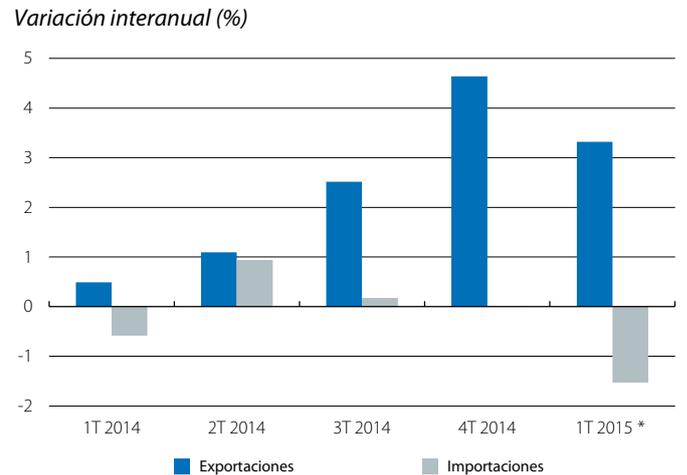
**Se va confirmando el abandono de las cotas mínimas de inflación.** En abril, la inflación general de la eurozona subió una décima, hasta el 0,0%, abandonando el terreno negativo después de cuatro meses. De cara a los próximos meses, prevemos que la inflación siga la senda ascendente y acabe el año cerca del 1,5%. Por un lado, el incremento del empleo y el menor ajuste salarial, sobre todo en Alemania, donde los salarios ya están creciendo a buen ritmo, impulsará el consumo de la eurozona, presionando al alza los precios. Por otro lado, la depreciación del euro respecto al dólar encarecerá las importaciones, lo que debería trasladarse a una subida de precios. El efecto alcista que tendrá la depreciación del euro sobre la inflación se mantendrá hasta principios del año que viene.

**Eurozona: indicadores del mercado laboral**



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

**Eurozona: balanza de bienes**



Nota: Datos nominales. \* Enero y febrero respecto a enero y febrero del año anterior. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: IPC armonizado y expectativas de inflación**



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

**La integración financiera se va recobrando poco a poco.** Uno de los efectos positivos del programa de expansión cuantitativa del BCE ha sido mejorar la confianza en la recuperación de la eurozona, lo cual se ha traducido en un descenso del diferencial del tipo de interés al que se financian las empresas con respecto a Alemania. En España e Italia, los costes de financiación para las empresas no financieras se situaron en febrero en el 3,8% y el 3,3%, respectivamente, 1,1 p. p. por debajo de la tasa registrada en el mismo mes del año anterior. En cambio, en Alemania el descenso fue menor, de 0,3 p. p., y se situó en el 2,7%. La reducción de la fragmentación financiera, por tanto, ha sido considerable, aunque la variación de dichos costes de financiación sigue siendo elevada, lo cual dificulta que el crédito llegue a la economía real, especialmente en la periferia. Los significativos avances hacia la unión monetaria y las reformas estructurales que han llevado a cabo algunos de los países periféricos sin duda han contribuido a rebajar la fragmentación. Con todo, tal y como recordó nuevamente el FMI en el informe de perspectivas económicas de abril, para que esta mejora de la situación de la economía de la eurozona se afiance es necesario que haya una continuidad en la política monetaria del BCE, en el fortalecimiento de los balances de los bancos de la eurozona, en los esfuerzos de consolidación fiscal en los países muy endeudados y en las reformas estructurales.

**Grecia sigue siendo un foco de incertidumbre.** El exigente calendario de vencimientos de la deuda pública y la falta de un acuerdo con el Eurogrupo hace que la situación del país heleno siga constituyendo un riesgo importante para la eurozona. De momento, las negociaciones entre las instituciones europeas y el Gobierno griego para llegar a un acuerdo que permita desembolsar los 7.200 millones pendientes del rescate siguen sin dar frutos. No obstante, a finales del mes de abril, el Gobierno griego anunció un cambio en el equipo negociador que podría ayudar a redirigir el proceso. A partir de ahora, liderará las discusiones con las instituciones europeas el número dos del ministerio de Exteriores, en lugar del ministro de Finanzas, Yanis Varoufakis, que seguirá, no obstante, al cargo de la supervisión. Este cambio de interlocutor podría facilitar la consecución de un acuerdo si el Gobierno griego acaba aceptando las exigencias reformistas de las instituciones.

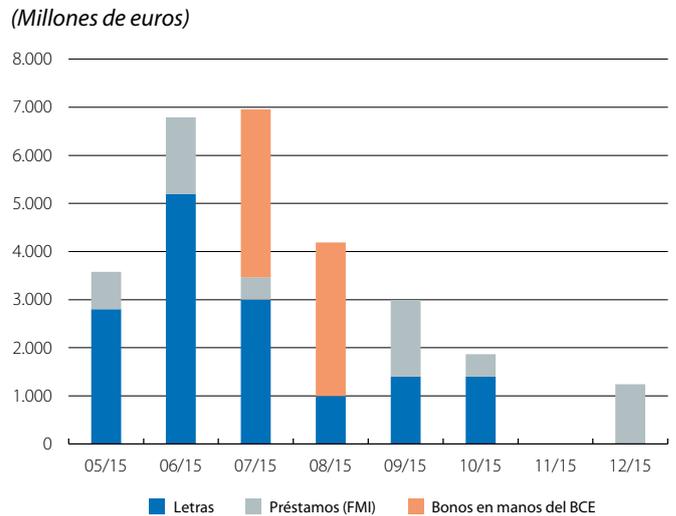
**Disparidad en las finanzas públicas.** En el conjunto de la eurozona, el déficit público se situó en el 2,4% del PIB (2,9% en 2013). Esta cifra recoge diferencias muy notables entre países. Por un lado, destaca el caso de Alemania, que registró un superávit del 0,7% del PIB, tras dos años consecutivos en los que mantuvo las cuentas públicas prácticamente en equilibrio. En el otro extremo se encuentran los países que sobrepasan el déficit máximo permitido por la Comisión Europea, del 3%: Francia, Grecia y España, entre otros. Los mayores ajustes de las cuentas públicas se observan en algunos de los países periféricos que partían de déficits elevados. En España, el déficit se situó en el 5,8% del PIB en 2014 (6,8% en 2013), en Irlanda fue del 4,1% del PIB (5,8% en 2013), y en Grecia fue del 3,5% del PIB (12,3% en 2013). En el conjunto de la eurozona, la deuda alcanzó el 91,9% del PIB en 2014, lo que indica que el esfuerzo fiscal deberá continuar, especialmente en aquellos países con elevados niveles de deuda.

**Costes de financiación para las empresas no financieras**



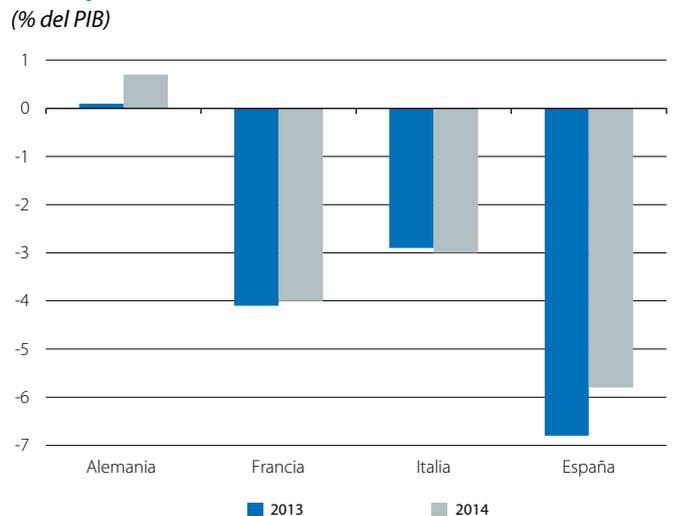
Nota: Tipo de interés para los préstamos hasta 1 millón de euros. Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

**Grecia: vencimientos de deuda pública**



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

**Saldo público**



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