

Informe sobre coyuntura económica

Primer cuatrimestre 2014

Moderado optimismo

Mayo de 2014



ADEGI | MÁS EMPRESA.
MÁS EMPLEO.

Economía interanacional

Análisis de las situación

Los últimos datos indican una estabilización del crecimiento mundial, por encima de 2013, y con una mejoría de los Estados Unidos, Europa y Japón. En la Zona Euro la recuperación económica se consolida con crecimientos del 0,3%-0,4% desde mediados de 2013, aunque los últimos datos del PIB para el primer trimestre de 2014 han decepcionado, por el nulo crecimiento de Francia o el retroceso de Italia.



Resumen ejecutivo

Entorno exterior

Actividad económica



• **Mejora la actividad económica global**, principalmente entre los países desarrollados pero debilitamiento de los emergentes

• La **producción industrial crece de forma sostenida** en los países avanzados, pero **en Europa muy lentamente**

Confianza de empresas y consumidores



□ Fuerte aumento de la **confianza industrial** desde mediados de 2013 que **se estabiliza en el primer trimestre de 2014**

Indicadores adelantados de crecimiento



□ Los indicadores adelantados **señalan un crecimiento moderado** del 0,3%-0,4% en el primer semestre de 2014

Mercado financiero



□ **Fuerte descenso de las primas de riesgo** y del **rendimiento de la deuda** de los **periféricos europeos**

□ Pero la falta de medidas de política monetaria **no logra reducir tipos de interés ni aumentar el crédito a las empresas**

Tipo de cambio



□ Pero la falta de medidas de política monetaria **no logra reducir tipos de interés ni aumentar el crédito a las empresas**

Inflación y materias primas



□ **Baja inflación** y **precios de las materias primas estables** a medio plazo

España sale de la recesión



□ Sorprende el dato de PIB del primer trimestre con crecimiento del **+0,4% inter-trimestral**, **entre los mayores de la Eurozona**

Actividad económica

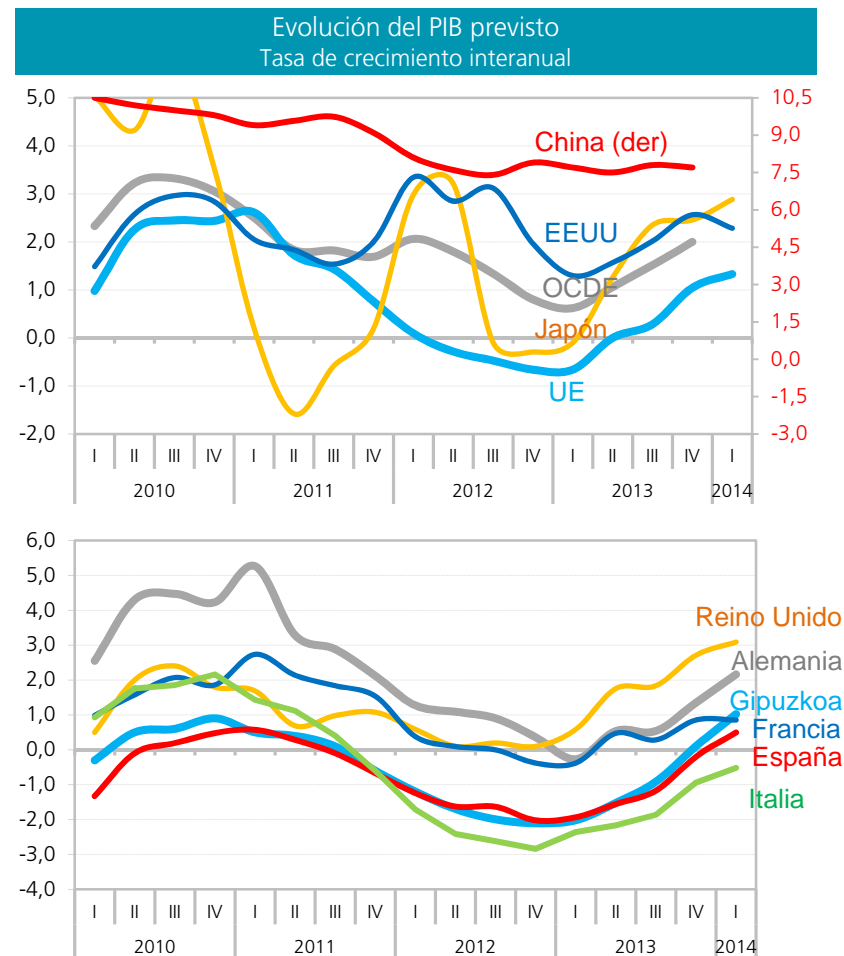
Mejora la actividad económica global, principalmente entre los países desarrollados pero debilitamiento de los emergentes

Los últimos datos sobre el crecimiento económico internacional en el **primer trimestre de 2014** indican una **estabilización del crecimiento mundial**, por encima de 2013, y con una mejora de los Estados Unidos, Europa y Japón. Por el contrario, **en los países emergentes se constata un claro debilitamiento**.

En el caso de la **Zona Euro la recuperación económica se consolida** con crecimientos del 0,3%-0,4% desde el 2º trim. 2013 hasta el 1º de 2014, incluso con una evolución en los países periféricos mejor de lo esperado (excepto Italia). La demanda interna, especialmente la inversión, presenta un tono algo más robusto de lo que se anticipaba. Además, los tímidos y lentos pero constantes avances para reforzar la integración financiera de la eurozona (acuerdo sobre el Mecanismo Único de Resolución), permite seguir avanzando hacia un mayor nivel de integración. En el primer trimestre Alemania y Reino Unido crecen un +0,8% q-o-q, España un +0,4%, Portugal el +1,1%, En el lado menos positivo, Francia registra un crecimiento nulo e Italia y Holanda retroceden un -0,1% y un -1,4% respectivamente.

Por el contrario, los países emergentes muestran signos de una relativa debilidad de su crecimiento. China sigue inmersa en un aterrizaje suave pero sin tensiones inflacionistas significativas y la India, Indonesia y Sudáfrica reducen sus desequilibrios. Sin embargo, Brasil no logra frenar su inflación o los problemas de la rupia mientras crece la tensión social y en el caso de Rusia, el conflicto con Ucrania afectará negativamente al crecimiento.

También el **comercio mundial** ha mostrado una tendencia creciente durante 2013, aunque los datos de los **dos primeros meses de 2014 muestran una estabilización en los países avanzados y retroceso en los países emergentes**.

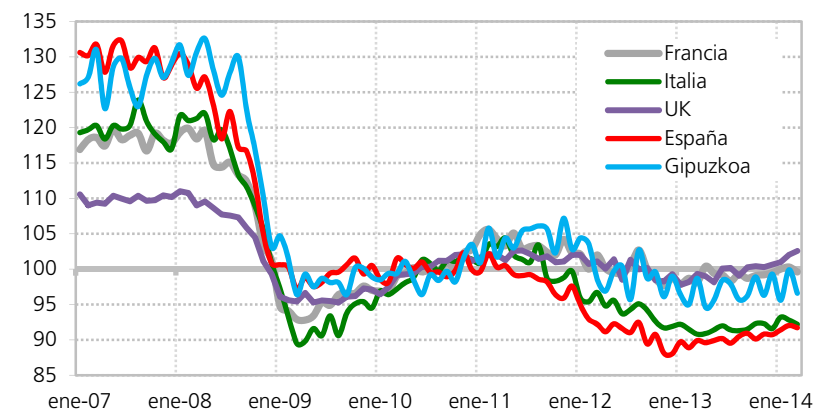
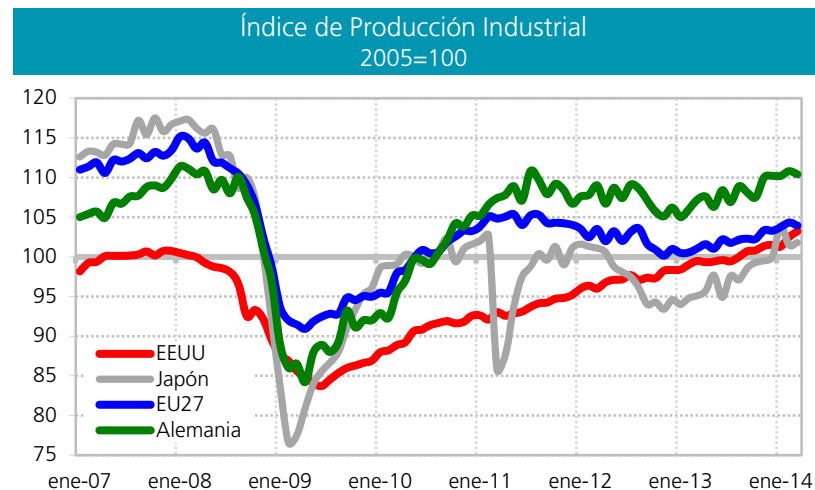


Actividad económica

La **producción industrial crece de forma sostenida** en los países avanzados, pero **en Europa muy lentamente**

- Los datos de la actividad industrial en las principales economías muestran crecimientos sostenidos desde el 2º trimestre de 2013, aunque en Europa evolucionan de forma más lenta.
- El Índice de Producción Industrial de la zona euro mantiene una tasa intertrimestral del 0,9% en el final de 2013 y primero de 2014. De hecho, el dato de marzo ha sido negativo (-0,3% m-o-m), con caídas en todos los tipos de bienes, lo que indica que el proceso de recuperación de la industria aún no se encuentra consolidado.
- Las mayores tasas intertrimestrales del IPI a principios de 2014 se observan en Alemania (+1,1%), España (+1,3%) y Reino Unido (+1,4%), mientras que son menores en Francia e Italia (+0,7%). En todos ellos, el mes de marzo ha sido negativo.

Índice de Producción Industrial										
Tasa q-o-q, SA										
	2012				2013				2014	
	t1	t2	t3	t4	t1	t2	t3	t4	t1	
EEUU	1,3	0,9	0,4	0,6	1,0	0,5	0,6	1,2	1,1	
Japón	0,9	-2,1	-3,3	-1,8	0,6	1,5	1,7	1,9	2,8	
EU27	-1,0	-0,7	0,4	-2,0	0,0	0,9	0,5	0,9	1,0	
EA16	-1,1	-0,8	0,4	-2,1	-0,1	1,0	0,1	0,9	0,9	
Alemania	0,0	-0,5	0,6	-2,4	0,4	1,3	0,5	1,2	1,1	
España	-3,4	-1,8	-0,8	-2,2	0,6	0,4	0,5	0,3	1,3	
Francia	-1,4	-1,7	1,4	-2,7	-0,1	1,5	-0,9	0,5	0,7	
Italia	-3,0	-1,4	-0,2	-2,6	-0,6	-0,1	-0,0	0,7	0,7	
UK	-0,1	-1,3	0,5	-1,8	-0,2	0,6	0,8	0,6	1,4	
Gipuzkoa	-1,8	-3,1	0,0	-0,8	-1,6	-0,5	0,4	1,6	-0,8	



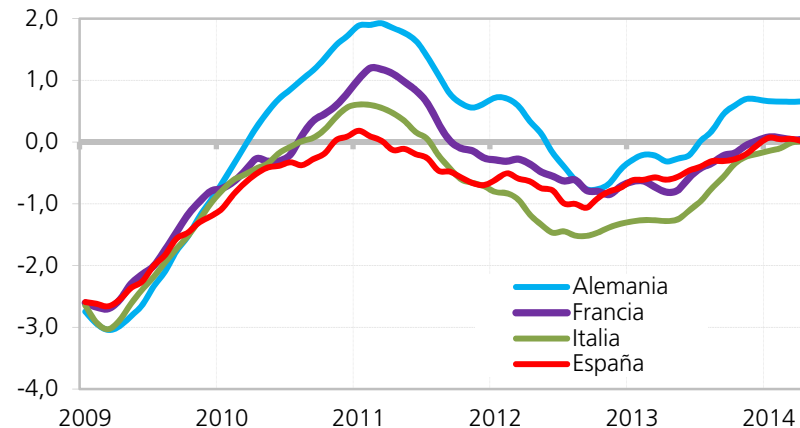
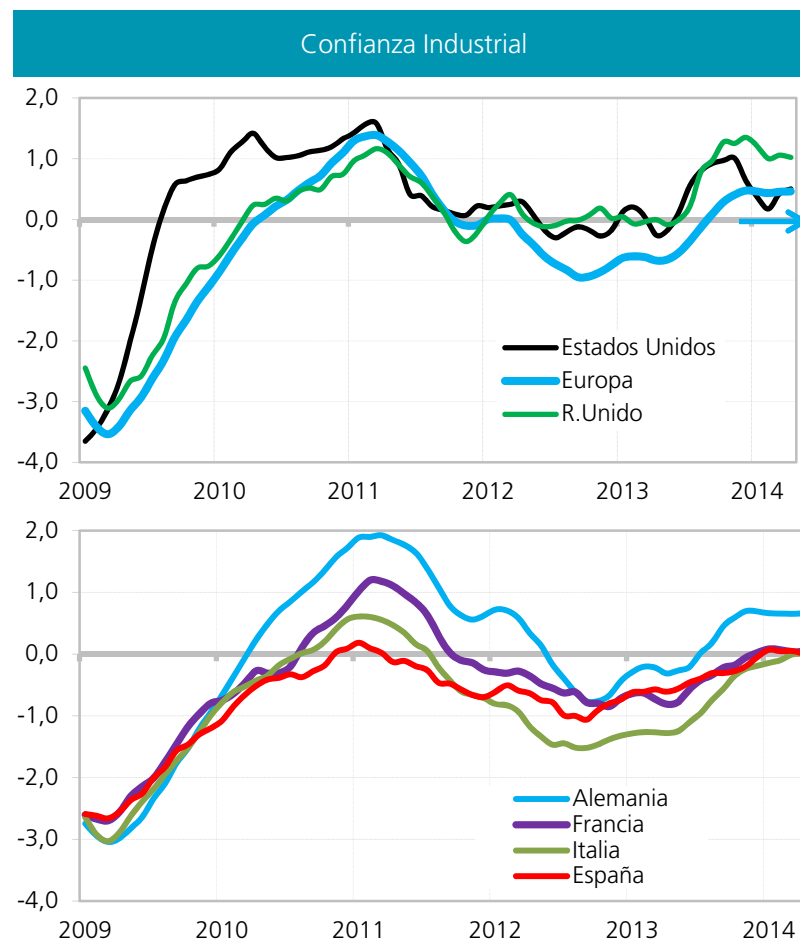
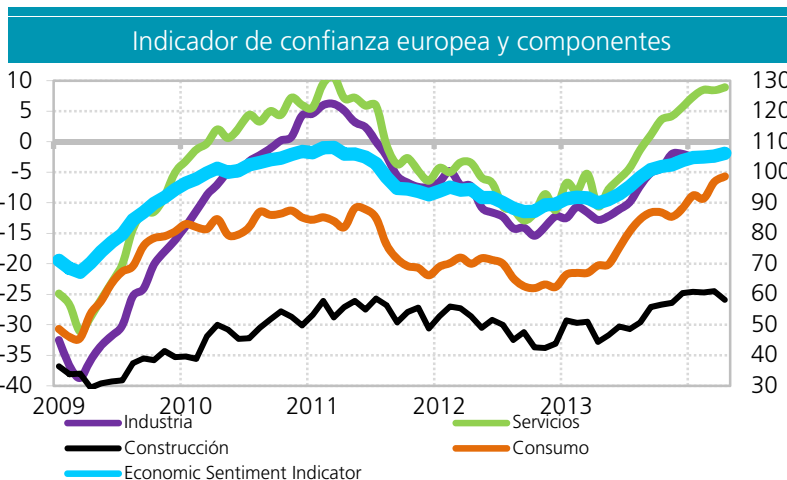
Confianza de empresas y consumidores

Fuerte aumento de la **confianza industrial** desde mediados de 2013 que **se estabiliza en el primer trimestre de 2014**

□ El indicador de **confianza industrial** europeo, basado en encuestas de opiniones realizadas a las empresas, ha aumentado de forma considerable desde mediados de 2013 hasta finales de año, superando su media histórica. En el primer trimestre de 2014 se estabiliza, de forma generalizada entre todos los países.

□ Sin embargo, el indicador agregado **Economic Sentiment Indicator** (ESI) de la Comisión Europea, se mantiene en crecimiento desde 2013, quizás no de forma tan robusta en el primer trimestre de 2014 como en el 3º y 4º trimestre de 2013, pero ya desde septiembre por encima del valor 100 que marca la recesión de la expansión.

□ Esta mejor evolución se debe a la fuerte mejora que se produce en evolución de los indicadores de consumo y servicios, mientras que industria se estabiliza y construcción, que también había aumentado desde principios de 2013, ha caído ligeramente en los primeros meses de 2014.



Indicadores adelantados de crecimiento

Los indicadores adelantados **señalan un crecimiento moderado** del 0,3%-0,4% en el primer semestre de 2014

□ Eurogrowth indicator apunta a un debilitamiento del crecimiento de la eurozona en el primer semestre

□ El Eurogrowth indicator indica una moderación del crecimiento de PIB de Euro área en la primera mitad de 2014. La previsión intertrimestral de crecimiento es de un 0,3% para el 2º trimestre (+0,6% en el primero), principalmente por la menor contribución de la confianza industrial (crisis de Ucrania y fortaleza del euro), mientras que la confianza de los hogares prosigue su mejora.

□ €-coin estable en el 2º trimestre, en tasas intertrimestrales del 0,4%

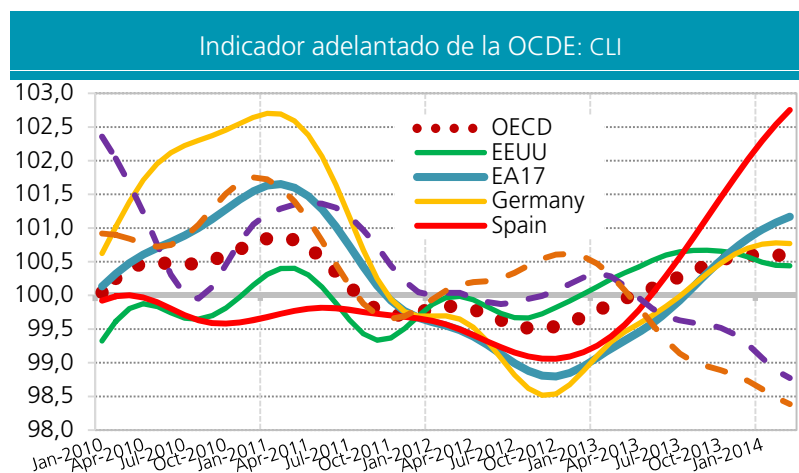
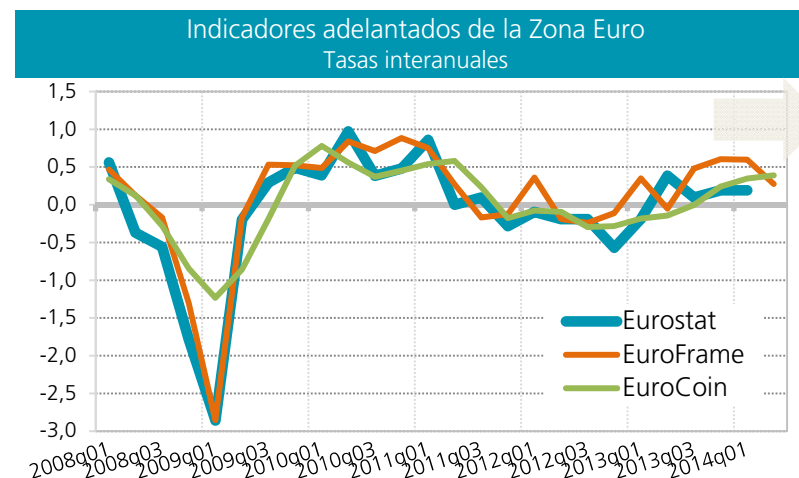
▪ La estimación mensual de abril del indicador adelantado €-coin permanece estable del +0,39% m-o-m, gracias al comportamiento favorable de los mercados financieros y la confianza de hogares y empresas.

□ El CLI de OECD indica un crecimiento estable en los países avanzados pero debilitamiento en los emergentes

▪ El *composite leading indicators* –CLI– para EEUU, Canadá, Reino Unido y Japón sigue mostrando signos de una actividad firme y estable.

▪ Para el conjunto del Área Euro, e igualmente para España e Italia, indica una mayor fortaleza de las tasas de crecimiento que irán en aumento. En el caso de Alemania y Francia, apunta a una estabilización de sus tasas de crecimiento.

▪ En el caso de los países BRICs, el crecimiento se debilita y se coloca por debajo de su potencial, pero presenta mejores perspectivas que en meses anteriores, especialmente en China.



Mercado financiero

Fuerte descenso de las primas de riesgo y del rendimiento de la deuda de los periféricos europeos

□ Rendimiento de la deuda pública a 10 años: aumenta la divergencia entre Europa y EE.UU.

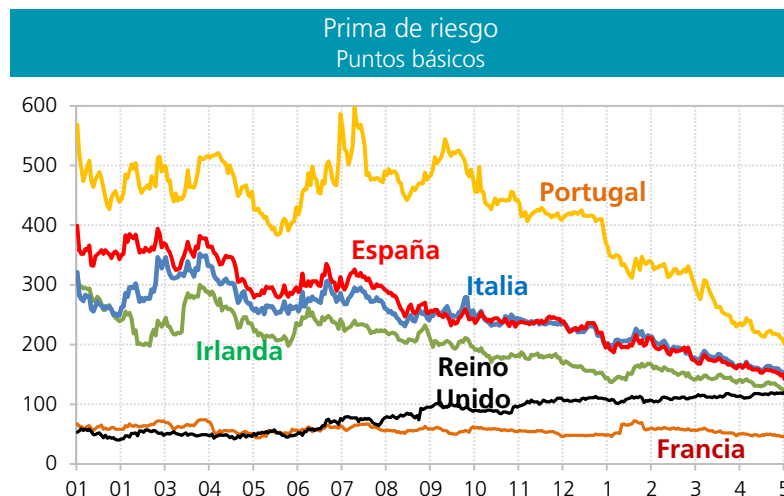
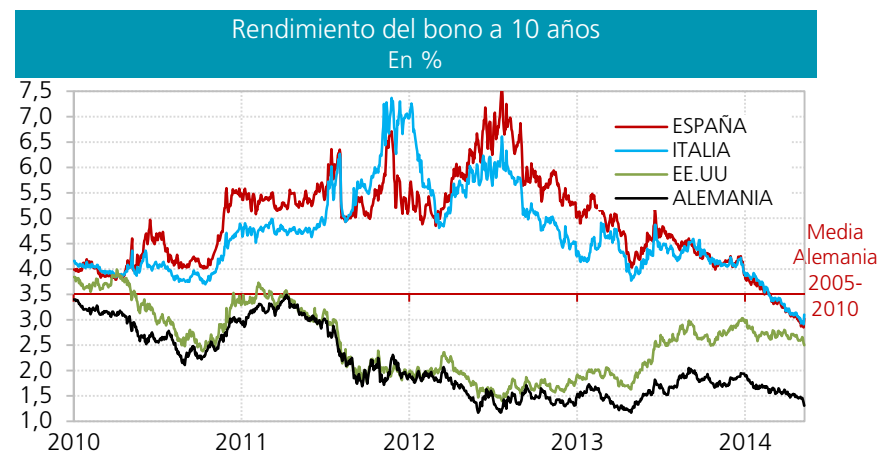
▪ Los bloques existentes desde el principio de la crisis de **Alemania y EE.UU** por un lado, con rendimientos de bonos reduciéndose desde principios de 2011 hasta mediados de 2012 (en julio 2012 al 1,17% en Alemania y 1,4% en EE.UU), frente a los **periféricos europeos** cuyos rendimientos aumentaban desde el 4% a finales de 2010 hasta el 7-7,5% a mediados de 2012, comienzan a diferenciarse.

▪ Desde mediados de 2012 y a lo largo de 2013 (**fiscal cliff**) y 2014 (sombra del tapering), el rendimiento del bono americano comienza a elevarse hasta el 3% (se suaviza al 2,5% a mediados de 2014).

▪ Por el contrario, Alemania tras un ligero aumento en el segundo semestre de 2013 hasta cerca del 2%, en 2014 vuelve a caer por debajo del 1,5%.

▪ Este movimiento a la baja en le rendimiento del bono también se agudiza en el **resto de países periféricos** por el mayor apetito de los inversores que ahora recomponen sus carteras una vez que se elevan sus ratings. Se llegan a rendimientos por debajo del 3% que no se veían desde 2010, por debajo incluso de la media histórica de Alemania y cercanos a tipos de financiación de EE.UU.

▪ Así, la **prima de riesgo española** ha pasado de diciembre de 2012 en los 400 pb, a estar en enero de 2014 rondando los 200 pb, descendiendo para mayo incluso por debajo de los 150 pb.



Mercado financiero

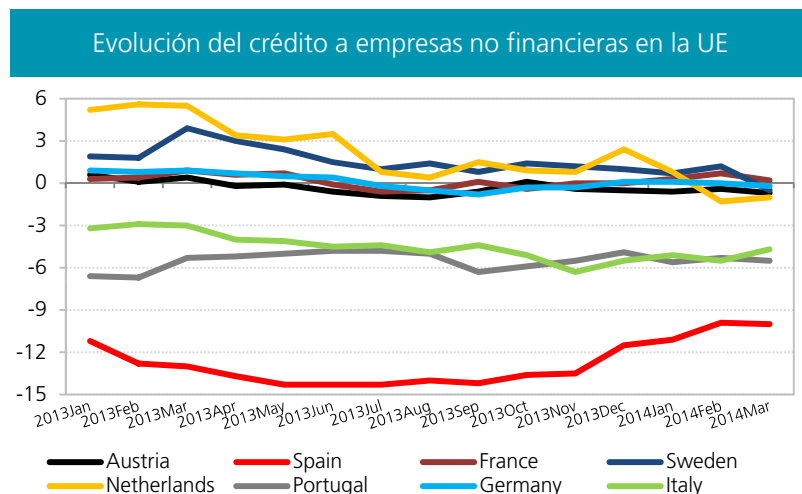
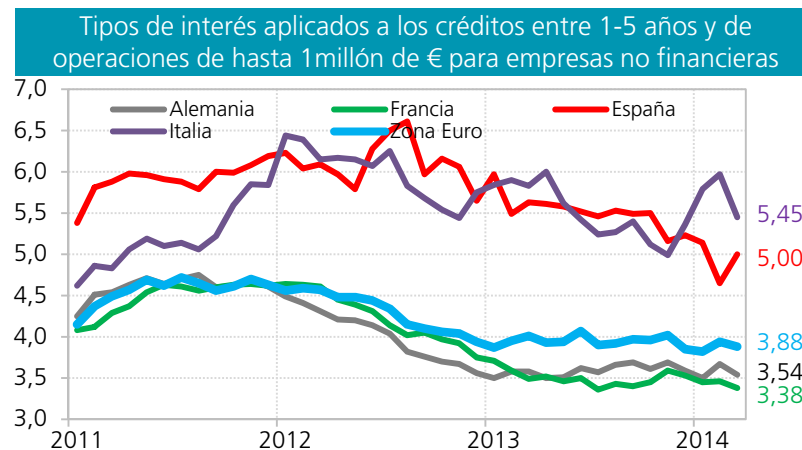
Pero la falta de medidas de política monetaria **no logra reducir tipos de interés ni aumentar el crédito a las empresas**

□ El **tipo de interés de referencia** establecido por el BCE se mantiene constante desde el 7 de noviembre de 2013 en el 0,25% así como el tipo de la facilidad de depósitos en el 0%, sin haberse implementado nuevas medidas de expansión monetaria a pesar de la baja tasa de inflación e incluso, aumento de la probabilidad de riesgo de deflación en el área euro.

□ Así, los dos elementos relevantes para la actividad económica, la evolución de tipos de interés y el volumen de crédito concedido a hogares y empresas no financieras, se mantienen en la tónica de años anteriores: elevados tipos y sin repuntar el crédito.

▪ Los **tipos de interés del mercado monetario** se han mantenido relativamente estables en 2013 y 2014, donde el euríbor a 12 meses se mantiene entre 0,5-0,6%. Sin embargo, los **tipos aplicados a los créditos a las empresas** se mantienen entre el 3,5-4% de Alemania o Francia y la media de la Eurozona y tipos superiores al 5% en España o Italia.

▪ Por el contrario, **el volumen del crédito concedido a OSR (hogares y empresas) en Europa** sigue sin remontar y en niveles muy bajos, aunque las tasas de descenso en España y Gipuzkoa son cada vez menores (en Gipuzkoa pasa de interanuales del -16,4% en el 4º trim 2013 a -4,5% al final de 2013). La situación del crédito difiere entre países. Así, en Alemania, Francia, Austria o Bélgica están en crecimiento nulo mientras que en España se registran tasas interanuales del -10% o en Italia y Portugal del -5% en marzo de 2014.



Tipo de cambio

Pero la falta de medidas de política monetaria **no logra reducir tipos de interés ni aumentar el crédito a las empresas**

□ El euro que terminó 2013 en un cambio de 1,38\$, se depreció hasta principios de febrero por debajo de los 1,35\$ para volver a apreciarse hasta mediados de marzo de 2014 alcanzando casi los 1,40\$.

□ Desde entonces y **hasta principios de mayo se ha colocado en la banda 1,38-1,40\$,** aunque en el resto del mes ha caído sustancialmente ante los decepcionantes datos de crecimiento del primer trimestre, la falta de decisión que parece adoptar el BCE y la evolución del conflicto en Ucrania. **A mediados de mayo apunta a volver a los 1,36\$.**

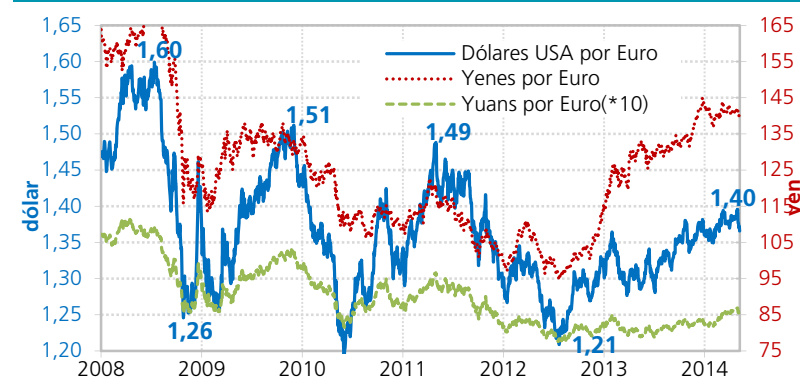
□ **La moneda europea se ha convertido en refugio ante la inestabilidad geopolítica y la propia debilidad del dólar** por una política monetaria muy laxa comparada con la de la Zona Euro. Sin embargo, es esperable que el ya anunciado "tapering" que provocará subidas de interés (octubre) y una política monetaria más expansiva por parte del BCE ante el parón del crecimiento europeo en el primer semestre, más allá de declaraciones, provoque para el segundo semestre una cierta depreciación del euro por debajo de 1,35\$.

□ La media del tipo de cambio entre 2005 y 2013 ha sido de 1,34\$ y **un tipo de cambio euro-dólar en el entorno 1,35-1,4\$ no es algo inusual,** y de hecho, tal como se observa en la gráfica, desde 2008 se ha visto superado en numerosas ocasiones. Sin duda el tipo de cambio está encareciendo y dificultando las exportaciones europeas (grafico 2°), aunque **también hay que tener en cuenta la debilidad que presentan los mercados emergentes en este último año.**

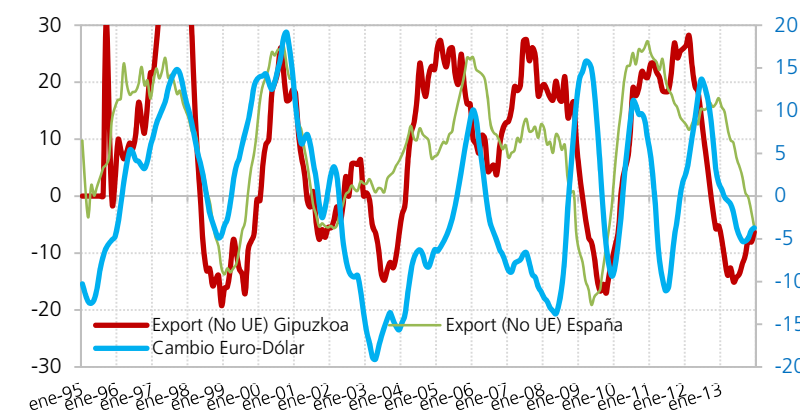
□ Parecida evolución presenta el **Yen,** que pasa de 140¥ en enero a 137 ¥ a principios de febrero y llega a 143 ¥ en marzo para caer a 139¥ a mediados de marzo.

□ Finalmente, también el **Yuan chino** se ha apreciado a lo largo de estos primeros meses de 2014, aunque mucho más moderadamente (menos del 5%), dentro del control al que está sometida la moneda china. Este control se ha relajado moderadamente ya que se han ampliado las bandas de fluctuación frente al dólar al $\pm 2\%$, dentro de su política de progresiva liberalización de mercados.

Tipo de cambio del Euro
Frente al dólar y frente al yen



Tipo de cambio del Euro y Exportación



Inflación y materias primas

Baja inflación y precios de las materias primas estables a medio plazo

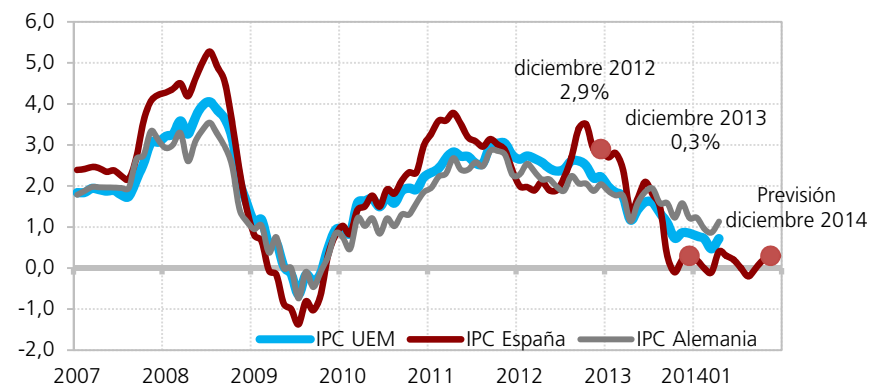
Inflación

- La inflación que terminó 2013 en España en una tasa inusualmente baja del 0,3% en diciembre, se ha mantenido a lo largo de 2014 en tasas incluso inferiores o negativas (-0,1% en marzo), ha repuntado ligeramente en abril coincidiendo con la Semana Santa al 0,4%.
- Para el resto del año se prevé (Funcas) que siga manteniendo esta evolución y termine el año con un incremento en diciembre del 0,3% (o un máximo del 0,6% en caso de aumento del 6,5% del precio del crudo).
- Así, seguimos por debajo de la inflación con la eurozona (IPCA del 0,8% en diciembre de 2013) y de Alemania (IPCA de 1,2% en esa fecha), ganando terreno a la competitividad perdida en años anteriores.

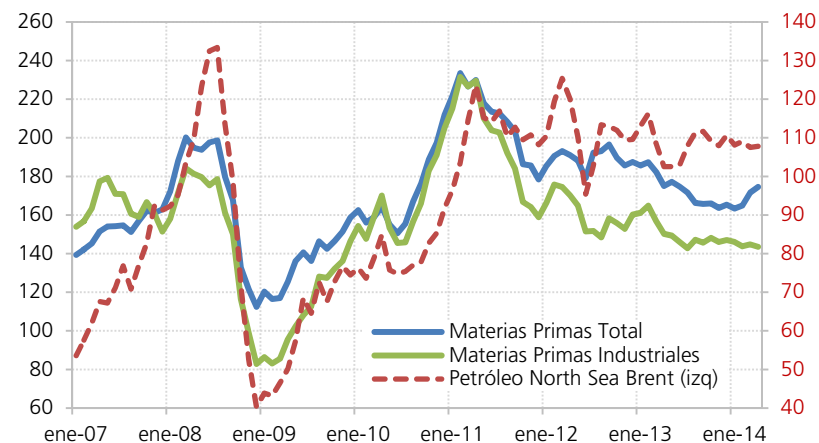
Precios de las materias primas

- El **precio del petróleo** muestra desde mediados de 2013 una gran estabilidad situándose entre 108-111\$/b, y ello a pesar de las tensiones geopolíticas (guerra en Siria, crisis Ucrania, Libia). Esta estabilidad se encuentra motivada por los aumentos de producción gracias a las nuevas técnicas de *fracking*, de forma que incluso la Agencia Internacional de la Energía prevé que los precios del petróleo bajarán a 102 \$/b en 2015.
- Parecida evolución muestran los **precios de las materias primas**, especialmente las industriales, y en línea con una demanda mundial ligeramente creciente pero sin tensiones (desaceleración de emergentes), donde tan sólo los alimentos crecen casi un 12% en 2014. Por el contrario, las materias primas industriales se han reducido un -4,5% respecto del año precedente, principalmente cobre, cinc y aluminio; el estaño se mantiene estable desde septiembre de 2013 y el níquel crece intensamente desde febrero 2014 (un 42%).

Evolución de la inflación



Evolución de los precios de las materias primas

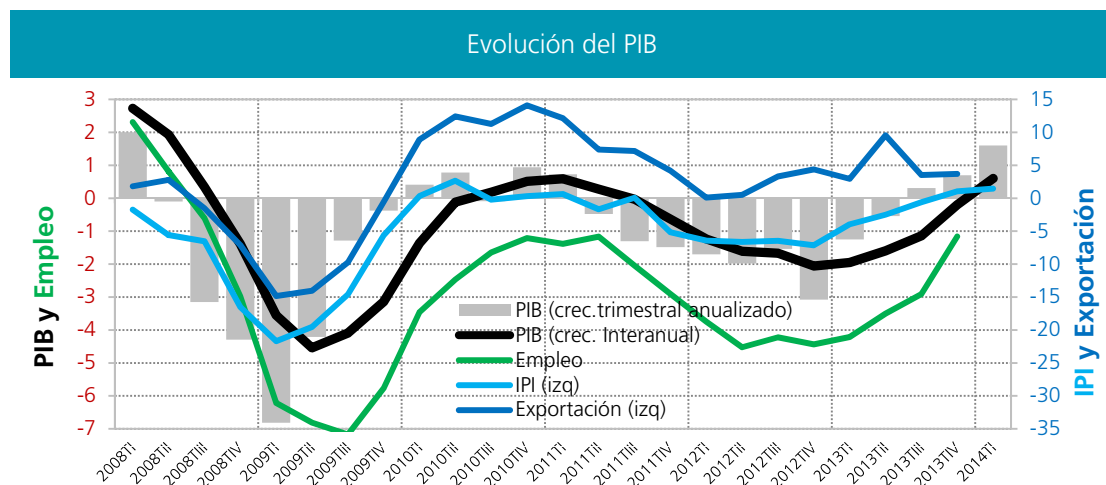


España sale de la recesión

Sorprende el dato de PIB del primer trimestre con crecimiento del **+0,4% inter-trimestral, entre los mayores de la Eurozona**

□ España salió de la recesión tras 7 trimestres de caídas a partir del 3º trimestre de 2013 con un crecimiento q-o-q del +0,1%, el 0,2% en el 4º y volver a duplicarlo al 0,4% en el 1º de 2014 (y ya un crecimiento interanual del +0,6%).

- Los últimos datos completos publicados para el 4º trim.2013 señalan que la contribución al crecimiento agregado de la demanda nacional (-0,6 puntos) mejora en 1,5 sobre la del trimestre anterior. Por el contrario, la demanda exterior reduce su aportación al PIB trimestral pasa de 1,0 a 0,4 puntos, empeorando en seis décimas respecto al trimestre pasado.
- Destaca en la demanda el crecimiento del consumo (2º trimestre aumentando un +0,5% q-o-q) y la inversión (2º trimestre aumentando un +0,7% q-o-q), con la inversión en bienes de equipo incrementándose un +1,9%. En el sector exterior hay que señalar que la exportación crece un 0,8% q-o-q pero la importación cae un -0,6%.
- En la parte de la oferta, la industria registra un crecimiento nulo q-o-q (aunque el IPI crece un 1,4% en el primer trimestre de 2014), la construcción modera sustancialmente su caída (-0,4%) y los servicios crecen un 0,4%.
- Además, el empleo según cuentas económicas registra el primer aumento q-o-q en 22 trimestres (+0,6%). La productividad siguió aumentando en el 4º trimestre, aunque al menor ritmo desde el inicio de la crisis.



España sale de la recesión

Sorprende el dato de PIB del primer trimestre con crecimiento del **+0,4% inter-trimestral, entre los mayores de la Eurozona**

□ Los ajustes que se han operado en la economía española, principalmente por la vía del aumento del desempleo, pero también por la moderación salarial lograda desde la reforma laboral, junto con el incremento de la productividad por la caída de sectores y empresas con menor aportación al valor añadido, han permitido recuperar una buena parte de la competitividad perdida en la década anterior (casi -30% relativa frente a Alemania entre 2000 y 2007) y fortalecer el sector exportador de nuestra economía. Así, la previsión para el PIB es de un 1,2% para 2014 y un 1,8% para 2015, con una moderada recuperación de la demanda nacional, mientras se mantiene la aportación positiva del sector exterior.

