



**No puede alterarse la proposición central de cualquier ejercicio prospectivo sobre el comportamiento de nuestra economía: su subordinación a la evolución de la eurozona.**

EMILIO ONTIVEROS es presidente de Afi y catedrático de Economía de la Empresa de la UAM.  
E-mail: eontiveros@afi.es

# Riesgos europeos

La Comisión Europea acaba de hacer públicas sus previsiones de invierno. A pesar de las señales de estancamiento en las principales economías de la eurozona en el segundo trimestre, contempla un crecimiento para el conjunto de este año del 1,2% y del 1,8% para 2015. La esperanza es que sean los componentes de la demanda interna los que impulsen progresivamente ese crecimiento.

Esa recuperación, sin embargo, no está exenta de riesgos. El primero tiene que ver con la nada fácil coexistencia entre la firmeza en la recuperación de la demanda interna y la continuidad en la contracción del crédito bancario. En realidad, las empresas han dado prioridad a la continuidad del desahucio. Y aquellas que por su tamaño han tenido acceso a la financiación de los mercados de capitales no están asignando esa liquidez de forma mayoritaria a expandir su capacidad mediante nuevas inversiones o contrataciones de factor trabajo. La recompra de acciones propias, o el mantenimiento de generosas políticas de dividendos son destinos preferentes. Algunas otras mantienen sus bolsas de liquidez a la espera de encontrar operaciones de adquisición con las que crecer de forma inorgánica.

Frente a esos excedentes de liquidez en las grandes empresas, las pequeñas y medianas, especialmente en la periferia de la eurozona, no andan precisamente sobradas. Es más, en países como Italia o España persisten los problemas de fragmentación financiera: costes de financiación más elevados que los que soportan empresas similares en Alemania o Francia.

La baja inflación es otro de los riesgos a sortear en la eurozona. Las expectativas de continuidad del mantenimiento o de descenso de los precios, no favorece precisamente las decisiones de gasto e inversión. A ello pueden contribuir los bajos precios de las importaciones provenientes de economías emergentes, en mayor medida si el euro no se deprecia suficientemente. Ya sabemos que el resultado de esas bajas tasas de inflación no favorece precisamente a las economías altamente endeudadas como la española. En las previsiones de la Comisión no se descarta completamente la deflación generalizada en la eurozona.

Un tercer foco de riesgo es la posible inestabilidad en algunas economías emergentes. En particular, en las condiciones de financiación de aquellas con fundamentos más débiles. Las posibilidades de contaminación no pueden descartarse, ya sea a través del canal

## RENTING UNICAJA

**RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO**

Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

- 1. Excepcional coste cuando quiera
- 2. Pague una sola cuota y no se le finiquita
- 3. Libre el máximo de kilometraje
- 4. Defensa del tipo de cambio
- 5. Todos los servicios incluidos

Infórmese en unicajas y ¡buen viaje!

## COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO - ÁREA EURO

|                                     | Precios corrientes <sup>1</sup> | % PIB | Variación real (%) |       |      |      |      |      |                           |      |  |
|-------------------------------------|---------------------------------|-------|--------------------|-------|------|------|------|------|---------------------------|------|--|
|                                     |                                 |       |                    |       |      |      |      |      | Invierno 2014 - Previsión |      |  |
|                                     |                                 |       | 2008               | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014                      | 2015 |  |
| Consumo privado                     | 5455,2                          | 57,5  | 0,4                | -1,0  | 1,0  | 0,3  | -1,4 | -0,7 | 0,7                       | 1,4  |  |
| Consumo público                     | 2041,3                          | 21,5  | 2,3                | 2,6   | 0,6  | -0,1 | -0,5 | 0,3  | 0,5                       | 0,7  |  |
| Formación bruta de capital fijo     | 1741,0                          | 18,3  | -1,4               | -12,8 | -0,4 | 1,6  | -4,0 | -3,0 | 2,3                       | 3,6  |  |
| Variación en inventarios (% PIB)    | 9,2                             | 0,1   | 0,7                | -0,6  | 0,2  | 0,6  | 0,1  | 0,1  | 0,2                       | 0,2  |  |
| Exportaciones de bienes y servicios | 4348,5                          | 45,9  | 1,1                | -12,4 | 11,6 | 6,5  | 2,5  | 1,3  | 4,2                       | 5,7  |  |
| Demanda final                       | 13595,4                         | 143,3 | 0,5                | -6,3  | 4,1  | 2,5  | -0,7 | -0,2 | 2,1                       | 3,0  |  |
| Importaciones de bienes y servicios | 4102,1                          | 43,3  | 0,8                | -11,0 | 10,0 | 4,5  | -0,9 | 0,2  | 4,1                       | 5,9  |  |
| PIB                                 | 9505,8                          | 100,0 | 0,4                | -4,5  | 1,9  | 1,6  | -0,7 | -0,4 | 1,2                       | 1,8  |  |
| RNB                                 | 9536,6                          | 100,3 | -0,2               | -4,1  | 2,2  | 1,6  | -0,5 | -0,4 | 1,1                       | 1,7  |  |
| p.m. PIB UE                         | 13074,7                         | 132,0 | 0,4                | -4,5  | 2,0  | 1,7  | -0,4 | 0,1  | 1,5                       | 2,0  |  |

### Contribución al cambio en el PIB

|                       |      |      |      |     |      |      |     |     |  |
|-----------------------|------|------|------|-----|------|------|-----|-----|--|
| Consumo privado       | 0,2  | -0,6 | 0,6  | 0,2 | -0,8 | -0,4 | 0,4 | 0,8 |  |
| Consumo público       | 0,5  | 0,5  | 0,1  | 0,0 | -0,1 | 0,1  | 0,1 | 0,2 |  |
| Inversión             | -0,3 | -2,8 | -0,1 | 0,3 | -0,8 | -0,6 | 0,4 | 0,6 |  |
| Inventarios           | -0,1 | -1,0 | 0,6  | 0,3 | -0,5 | 0,0  | 0,1 | 0,0 |  |
| Exportaciones         | 0,4  | -5,2 | 4,3  | 2,7 | 1,1  | 0,6  | 1,9 | 2,7 |  |
| Demanda final         | 0,7  | -8,9 | 5,5  | 3,4 | -1,0 | -0,3 | 2,9 | 4,3 |  |
| Importaciones (menos) | 0,3  | -4,5 | 3,5  | 1,8 | -0,4 | 0,1  | 1,7 | 2,5 |  |
| Exportaciones netas   | 0,1  | -0,7 | 0,7  | 0,9 | 1,5  | 0,5  | 0,2 | 0,2 |  |

<sup>1</sup> Miles de millones de euros.

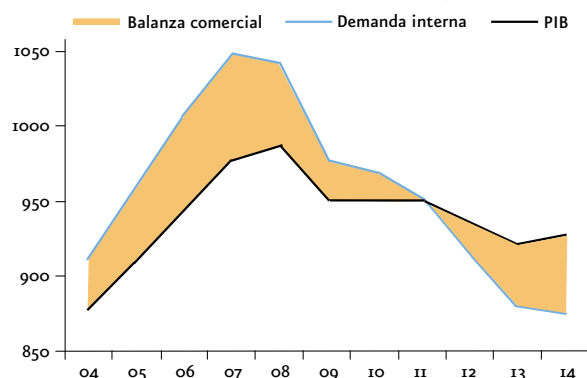
Fuente: Comisión Europea.

comercial o de los canales bancarios. La huida hacia la calidad es una de las reacciones que ya hemos observado en no pocas ocasiones, con reflejo en los diferenciales de algunas variables financieras entre las economías del núcleo de la eurozona y el resto.

Esos tres riesgos son particularmente significativos para la economía española, aun cuando

### España: producción y demanda

(millones de euros, constantes 2005)



Fuente: Comisión Europea.

esta es de las que proyecta perspectivas menos adversas que el promedio de la eurozona. La previsión de crecimiento del PIB para este año es del 1% y del 1,7% en 2015.

La continuidad en el proceso de desapalancamiento del sector privado seguirá restringiendo la expansión del consumo privado y la inversión. El comportamiento de las exportaciones, por su parte, dependerá de la pulsación de nuestros vecinos y del resto del mundo hacia donde se han diversificado las ventas al exterior de las empresas españolas en los últimos años.

La buena noticia que aporta la Comisión es que, al igual que ha ocurrido en otras economías, el ajuste del sector exterior con la pronunciada corrección desde ese déficit por cuenta corriente del 10% del PIB en 2007, tiene en gran medida un carácter estructural. Siempre que la competitividad española no se debilite, las previsiones que aporta la Comisión revelan que será difícil volver a las

## RENTING UNICAJA

**RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO**



Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

1. Excepcional coste cuando quiera
2. Pague una sola cuota y no se le escape nada
3. Libre el máximo de kilómetros
4. Doble del seguro
5. Todos los servicios incluidos

Infórmese en unicajas y ¡buen viaje!



# PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LA PREVISIONES PAÍS - ESPAÑA

|                                                                          | Precios corrientes <sup>1</sup> |       | % PIB | Variación anual (%) |      |       |      |      |       |      |
|--------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|-------|-------|---------------------|------|-------|------|------|-------|------|
|                                                                          | 2012                            |       |       | 94-09               | 2010 | 2011  | 2012 | 2013 | 2014  | 2015 |
| PIB                                                                      | 1029,0                          | 100,0 | 2,9   | -0,2                | 0,1  | -1,6  | -1,2 | 1,0  | 1,7   |      |
| Consumo privado                                                          | 610,4                           | 59,3  | 2,7   | 0,2                 | -1,2 | -2,8  | -2,4 | 0,6  | 1,1   |      |
| Consumo público                                                          | 207,7                           | 20,2  | 4,0   | 1,5                 | -0,5 | -4,8  | -1,1 | -0,9 | -0,2  |      |
| Formación bruta de capital fijo                                          | 197,5                           | 19,2  | 3,6   | -5,5                | -5,4 | -7,0  | -5,6 | 0,1  | 2,0   |      |
| del cual: equipos                                                        | 60,7                            | 5,9   | 4,3   | 5,0                 | 5,5  | -3,9  | 1,2  | 5,8  | 6,7   |      |
| Exportaciones (bienes y servicios)                                       | 336,0                           | 32,7  | 5,8   | 11,7                | 7,6  | 2,1   | 4,9  | 5,4  | 6,4   |      |
| Importaciones (bienes y servicios)                                       | 328,3                           | 31,9  | 6,7   | 9,3                 | -0,1 | -5,7  | 0,2  | 3,3  | 4,9   |      |
| RNB (deflactor PIB)                                                      | 1017,0                          | 98,8  | 2,8   | 0,4                 | -0,7 | -0,8  | -0,8 | 0,5  | 1,3   |      |
| Contribución al crecimiento del PIB:                                     | Demanda interna                 |       | 3,2   | -0,9                | -2,0 | -4,1  | -2,7 | 0,2  | 0,9   |      |
|                                                                          | Inventarios                     |       | 0,0   | 0,3                 | -0,1 | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0   |      |
|                                                                          | Exportaciones netas             |       | -0,3  | 0,4                 | 2,1  | 2,5   | 1,6  | 0,8  | 0,7   |      |
| Empleo                                                                   |                                 |       | 2,0   | -2,3                | -2,2 | -4,8  | -3,3 | 0,1  | 1,1   |      |
| Tasa de desempleo (a)                                                    |                                 |       | 13,7  | 20,1                | 21,7 | 25,0  | 26,4 | 25,7 | 24,6  |      |
| Compensación de empleados                                                |                                 |       | 3,5   | 0,4                 | 1,3  | 0,2   | 0,5  | 0,6  | 0,6   |      |
| Costes laborales unitarios                                               |                                 |       | 2,8   | -1,7                | -1,0 | -3,0  | -1,6 | -0,4 | 0,0   |      |
| Costes laborales unitarios reales                                        |                                 |       | -0,5  | -1,8                | -1,0 | -2,9  | -1,9 | -0,9 | -0,7  |      |
| Tasa de ahorro de los hogares (b)                                        |                                 |       | —     | 13,9                | 12,7 | 10,4  | 10,4 | 10,6 | 10,9  |      |
| Deflactor del PIB                                                        |                                 |       | 3,4   | 0,1                 | 0,0  | 0,0   | 0,3  | 0,5  | 0,7   |      |
| Índice armonizado de precios al consumo.                                 |                                 |       | 3,0   | 2,0                 | 3,1  | 2,4   | 1,5  | 0,3  | 0,9   |      |
| Términos de intercambio bienes                                           |                                 |       | 0,4   | -2,3                | -3,5 | -2,3  | 0,6  | 1,3  | -0,1  |      |
| Balanza comercial (c)                                                    |                                 |       | -5,3  | -4,6                | -4,2 | -2,5  | -1,2 | -0,4 | -0,2  |      |
| Balanza por cuenta corriente (c)                                         |                                 |       | -4,3  | -4,4                | -4,0 | -1,2  | 1,1  | 1,6  | 1,8   |      |
| Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación con el resto del mundo (c) |                                 |       | -3,4  | -3,8                | -3,5 | -0,6  | 1,9  | 2,2  | 2,3   |      |
| Balanza sector público (c)                                               |                                 |       | —     | -9,6                | -9,6 | -10,6 | -7,2 | -5,8 | -6,5  |      |
| Balanza sector público ajustada al ciclo (c)                             |                                 |       | —     | -7,4                | -7,5 | -8,2  | -4,7 | -4,3 | -6,3  |      |
| Balanza presupuestaria estructural (c)                                   |                                 |       | —     | -7,4                | -7,2 | -5,1  | -4,3 | -4,2 | -5,8  |      |
| Deuda pública bruta (c)                                                  |                                 |       | 53,7  | 61,7                | 70,5 | 86,0  | 94,3 | 98,9 | 103,3 |      |

<sup>1</sup> Miles de millones de euros.

(a) Definición Eurostat.

(b) Ahorros brutos dividido por renta bruta disponible.

(c) Como porcentaje del PIB.

Fuente: Comisión Europea.

andadas tan deficitarias de la fase expansiva. Con todo, no puede alterarse la proposición central de cualquier ejercicio prospectivo sobre el comportamiento de nuestra economía: su carácter subordinado a la evolución de lo que haga la eurozona. De

que en esta, en definitiva, se adopten decisiones de estímulo de la demanda agregada que alejen los tres riesgos antes señalados, sintetizados en uno genérico: el espectro de «japonización» ::

## RENTING UNICAJA

**RENTING, MUCHO MÁS QUE UN COCHE NUEVO**



Mantener un vehículo de empresa siempre a punto supone una gran cantidad de gastos. Por eso Unicaja le ofrece el Servicio de Renting, con el que su nuevo coche tiene toda una gama de ventajas de serie:

- 1. Esquema coche cuando quiera
- 2. Pague una sola cuota y no se le olviden
- 3. Libre el máximo de ventajas fiscales
- 4. Doble del pago
- 5. Todos los servicios incluidos

Infórmese en unicajas y ¡buen viaje!

