

## UNIÓN EUROPEA

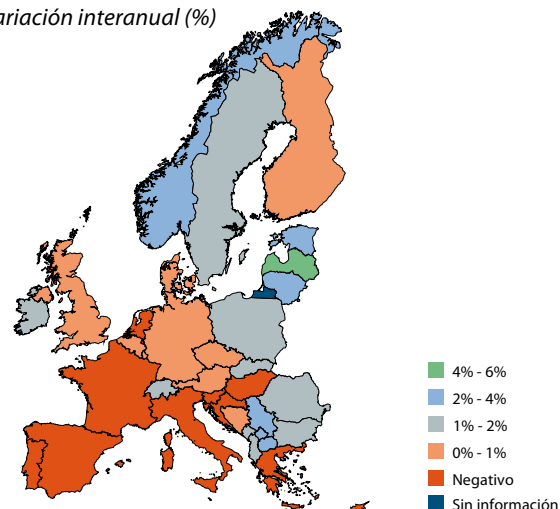
**El tren de la recuperación sigue en marcha, pero la eurozona va en el último vagón.** Las nuevas previsiones del FMI reafirman este escenario señalando, si acaso, que la puesta en marcha podría demorarse un poco más. El retroceso previsto para 2013 es del 0,3% y para 2014 ha apuntado un ligero avance del 1,1%. Aunque es probable que la eurozona empiece a anotar tasas de crecimiento intertrimestrales positivas entre el segundo y el tercer trimestre de este año, estas serán muy modestas y, tras el importante retroceso del cuarto trimestre de 2012, no podrán evitar que, en conjunto, 2013 sea un año con un PIB inferior al de 2012. Las diferencias entre países, además, seguirán siendo notables. Mientras se espera que Alemania avance un 0,6%, la economía gala se mantendrá estancada, con un retroceso del -0,1%. Aunque los países periféricos siguen en la cola, con descensos previstos para este año que van desde el -4,2% de Grecia al -1,6% de España, para 2014 el FMI espera en todos ellos tasas de crecimiento positivas que oscilan entre el 0,5% y el 1%.

**Los indicadores de actividad, erráticos a lo largo del primer trimestre, no se pronuncian ni a favor ni en contra de la recuperación.** El ritmo de deterioro de la actividad parecía que iba perdiendo fuerza, ya que, en promedio, los valores registrados por los distintos indicadores se habían situado en niveles superiores a los del trimestre anterior. La producción industrial de la zona del euro, por ejemplo, muestra una ligera tendencia ascendente. A pesar del descenso del 3,1% interanual de febrero, la caída promedio de los dos primeros meses del año fue inferior a la del último trimestre de 2012. Este patrón es bastante generalizado entre países. No obstante, cuando analizamos la evolución de otros indicadores para los que ya disponemos de datos de marzo y abril, esta tendencia se desdibuja y es más difícil apreciar una clara mejora. Por ejemplo, para el conjunto de la eurozona, el índice de gestores de compras PMI de servicios de marzo deshizo parte del avance de principios de año, si bien siguió superando los valores del último trimestre de 2012. El índice para el sector manufacturero sigue un patrón similar. Las primeras estimaciones de estos indicadores para el mes de abril tampoco presentan grandes variaciones en la eurozona. Destaca, sin embargo, el importante retroceso experimentado por el índice alemán, que ha vuelto a la zona de contracción tras 4 meses consecutivos en zona expansiva.

**Los índices de confianza, que sí mostraban una progresión más sólida, se tomaron un respiro en marzo,** en parte, por las incógnitas generadas por el rescate de Chipre y el resultado de las elecciones en Italia. Por ejemplo, el índice de sentimiento económico de la CE disminuyó 1,1 puntos tras cuatro meses de subidas ininterrumpidas. Este ligero descenso fue generalizado en todos los sectores de actividad y en la mayoría de países, especialmente en Alemania y Francia. Con todo, la tendencia que ha exhibido en los últimos meses el indicador agregado de la eurozona parece bastante robusta y, sin ser muy pronuncia-

### Unión Europea: crecimiento previsto del PIB en 2013

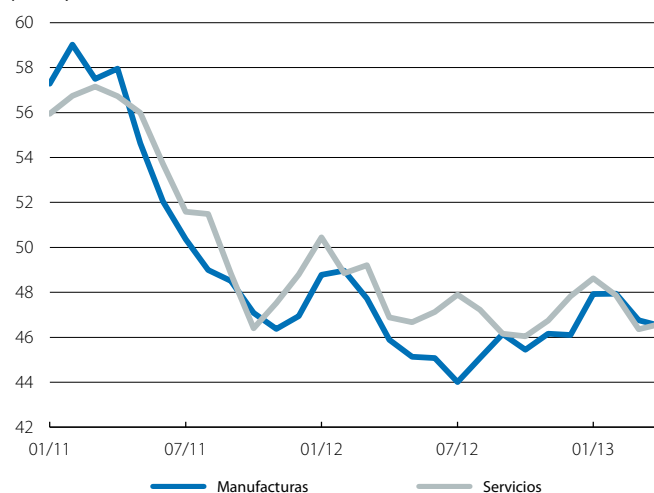
Tasa de variación interanual (%)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

### Eurozona: PMI manufacturas y servicios

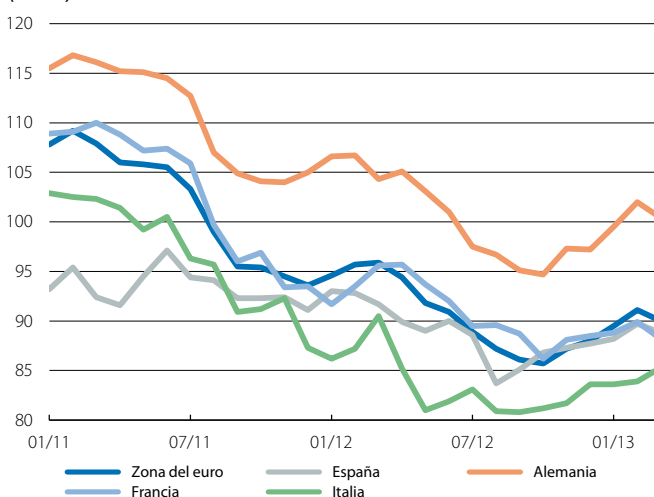
(Valor)



Fuente: Markit.

### Índice de sentimiento económico

(Valor)



Fuente: Comisión Europea.

da, de mantenerse a lo largo del año sería suficiente como para que entre el segundo y el tercer trimestre el índice de sentimiento económico escalara hasta niveles en los que históricamente las tasas de crecimiento han sido positivas. Para que la mejora de la confianza se vaya afianzando, sin embargo, es imprescindible seguir avanzando con paso firme en el proceso de integración europea, tanto en el flanco fiscal como en el de la unión bancaria. En este sentido, los avances que se produzcan en el Consejo Europeo de junio volverán a ser de suma importancia.

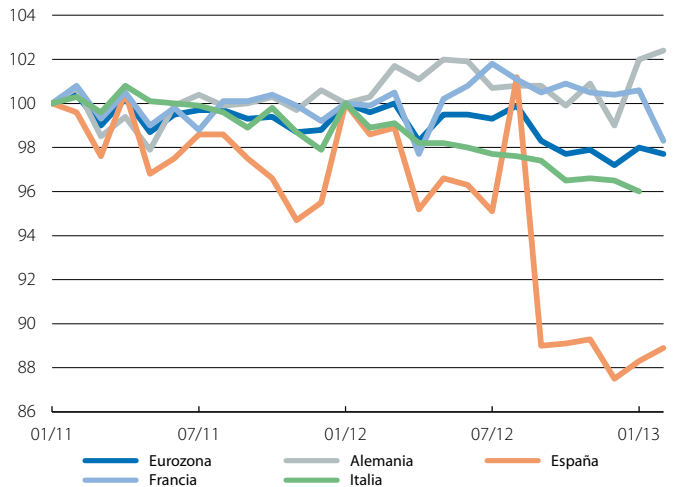
**La recuperación de la eurozona sigue sin contar con el apoyo de la demanda interna**, lo que la hace más débil y vulnerable. La tasa de paro no muestra síntomas de estabilización; en marzo anotó un nuevo máximo histórico, el 12,1%, y esto dificulta sobremanera la recuperación del consumo de los hogares, que se mantiene sumido en una clara tendencia decreciente. Tras un mes de enero algo esperanzador, en febrero las ventas minoristas retomaron la senda bajista y situaron la tasa de variación interanual en el -1,4%. Las diferencias entre países son, sin embargo, notables. Allí donde la tasa de paro ha aguantado más estoicamente el embate de la crisis, como en Alemania, que se encuentra en mínimos históricos, en los últimos meses se aprecian síntomas de recuperación. El caso español es el opuesto. Entre el cuarto trimestre de 2012 y el primero de 2013 se han destruido 686.000 puestos de trabajo y la tasa de paro ha aumentado del 25,0% al 27,2%. La caída de las ventas minoristas ha sido histórica. Esto, sin embargo, es también resultado del adelanto de las compras que se produjo antes de la subida del IVA, en septiembre del año pasado, y de la eliminación de la paga extra de Navidad de los funcionarios, unos efectos que se deberían revertir parcialmente en el corto plazo.

**Al mercado laboral le cuesta arrancar.** Para el conjunto de la eurozona, el índice de expectativas de contratación para los próximos tres meses ha consolidado los avances de diciembre y enero, pero se mantiene en niveles muy bajos. Sin embargo, la traza que el índice está dibujando para cada país es muy distinta y, quizás, es reveladora de las tendencias de fondo de cada caso. En Alemania el índice se encuentra estable en niveles superiores al promedio de la eurozona, mientras que en España se visualiza una notable mejora.

**En Francia las expectativas de contratación se mantienen en niveles muy bajos**, lo que sumado a la pérdida de competitividad del país gallo de los últimos años no dibuja un cuadro muy esperanzador. En general, no existen grandes desequilibrios a nivel macroeconómico: un déficit público moderado (4,8% del PIB), un nivel de deuda privada y pública que no parecen alarmantes (165% del PIB y 90%, respectivamente) y un sector financiero relativamente saneado. Sin embargo, la evolución de la productividad ha sido muy pobre durante la última década. La consecuencia más palpable es la constante pérdida de competitividad a nivel internacional que está padeciendo y que se está traduciendo en un importante retroceso de la cuota de mercado de sus exportaciones. No obstante, de hecho, lo más preocupante es la falta de capacidad que parece que tiene el

**Ventas minoristas**

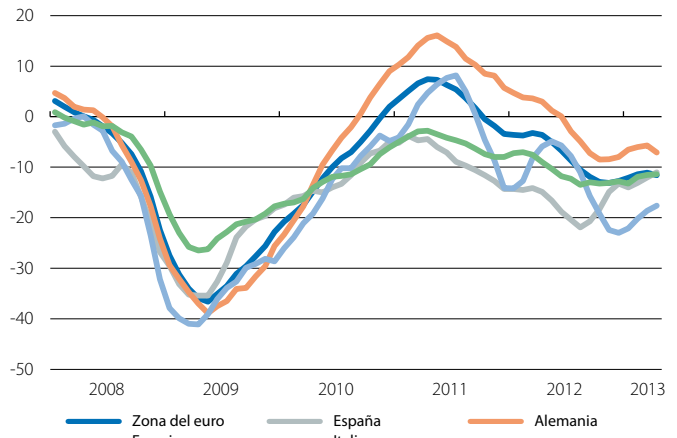
(Índice, enero 2011 = 100)



Fuente: Eurostat.

**Expectativas de creación de empleo**

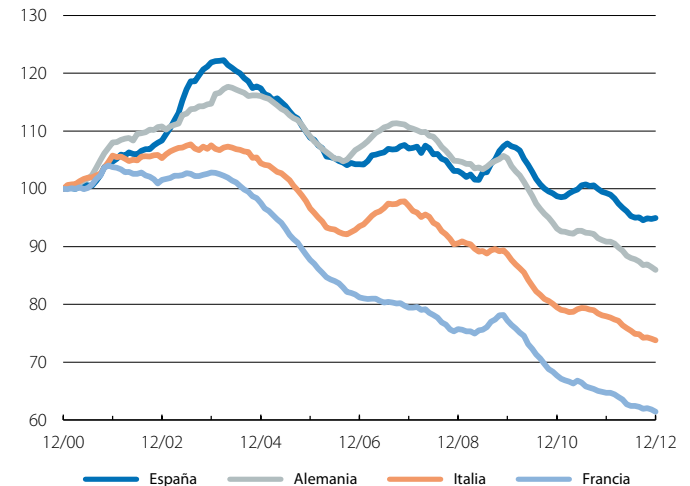
Saldos netos, media móvil de 3 meses (\*)



Nota: (\*) Diferencia entre respuestas positivas y negativas de la encuesta de expectativas de creación de empleo en el sector manufacturero. Fuente: Comisión Europea.

**Cuota mundial de las exportaciones de bienes**

(Índice, diciembre 2000 = 100)



Fuentes: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

país galo para llevar a cabo reformas estructurales que puedan dar la vuelta a esta situación. En este contexto, sorprende que el FMI sitúe la capacidad de crecimiento a largo plazo de Francia en el 1,9% y la de Alemania, en el 1,2%. En cualquier caso, la situación de la economía francesa es delicada y, por lo tanto, deberá ser seguida con atención.

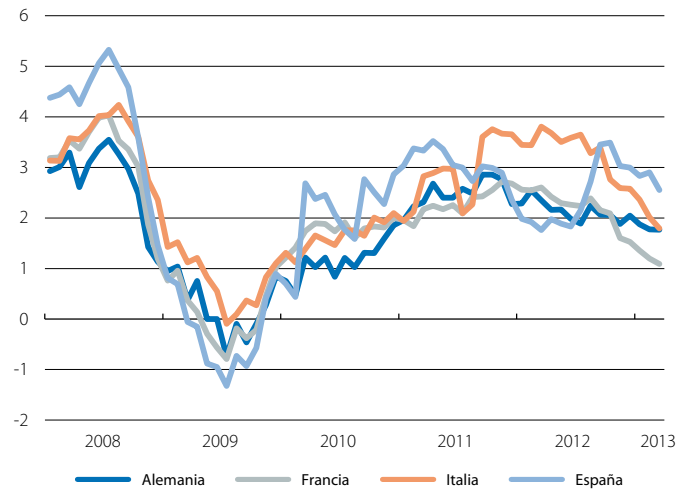
**La inflación responde a la debilidad de la demanda interna y a la caída del precio del petróleo** y se sitúa en el 1,2% en abril, según el avance de Eurostat. En un año se ha reducido 1,4 puntos y todo señala que esta tendencia podría seguir en los próximos meses. No se esperan grandes cambios impositivos y la demanda interna difícilmente ejercerá presiones al alza.

**El BCE tiene margen y argumentos para implementar políticas expansivas.** El crédito privado sigue sin recuperarse, aunque sí que se percibe cierta estabilización en el ritmo de deterioro, especialmente por lo que se refiere al crédito a las empresas. El crédito a los hogares muestra una tendencia bajista, si bien registra aún tasas de variación ligeramente positivas. La asignatura pendiente que tiene encima de la mesa el BCE, sin embargo, es como reducir la actual fragmentación del sistema financiero europeo. El ejemplo más claro de dicho problema son las distintas condiciones de acceso al crédito de las pymes en función del país en el que residen. En este sentido, Mario Draghi explicó en la reunión de abril del Consejo de Gobierno del BCE que están estudiando posibles medidas para facilitar el acceso de las empresas a la financiación, aunque enfatizó que la posibilidad de descontar préstamos como colateral en las subastas ya existe. El BCE reiteró que no puede suplir las necesidades de capital ni la inacción de los Gobiernos en materia de reformas.

**El PIB de Hungría se desploma un 2,8% en el último trimestre de 2012 y da un toque de atención.** En marzo, el nuevo gobernador del banco central manifestó su intención de efectuar cierta reducción del peso de la banca extranjera en el sistema financiero, regular la libre fijación de los precios energéticos y modificar las condiciones de los créditos en divisas. Ello provocó un incremento de la prima de riesgo-país, una depreciación del florín y una rebaja de *rating* crediticio de cuatro grandes bancos húngaros por parte de la agencia Moody's. Sin embargo, en las últimas semanas, parece confirmarse una situación menos lesiva para el entorno productivo y financiero del país. Aunque el subgobernador del banco central ha dimitido, posiblemente por discrepancias sobre las nuevas directrices de la política monetaria (más orientada a apoyar el crecimiento), las primeras decisiones del Gobierno y del banco central sobre la forma de disminuir la carga de la deuda en divisas de particulares y pequeñas empresas son prudentes. Así, se ofrecerán desde el banco central dos facilidades de crédito a tipo preferencial que permita a la banca ofrecer financiación barata a las pymes, una de ellas específicamente destinada a sustituir créditos en divisas por financiación en florines. Este sesgo moderado ha sido bien recibido por los inversores internacionales, hasta el punto de que la prima de riesgo-país ha retornado a la situación anterior al anuncio de estas medidas.

**IPCA**

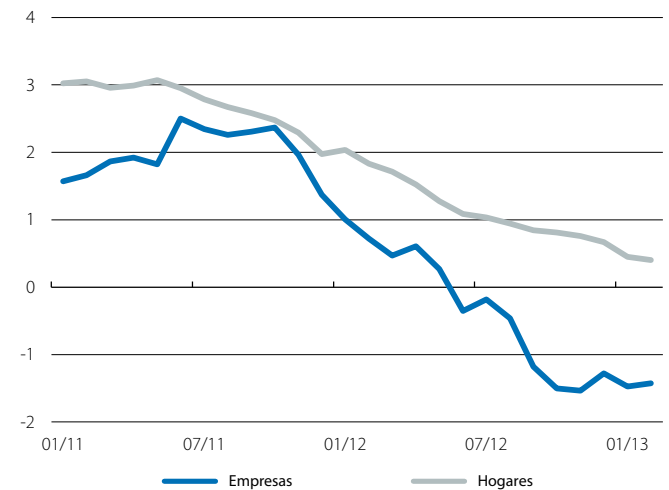
Variación interanual (%)



Fuente: Eurostat.

**Eurozona: crédito al sector privado**

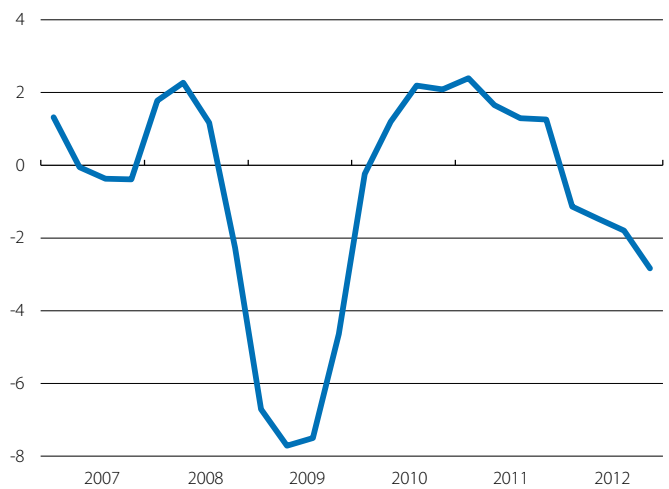
Variación interanual (%)



Fuente: Banco Central Europeo.

**Hungría: producto interior bruto**

Variación interanual (%)



Fuente: Eurostat.