

COYUNTURA · Recuperación, pero con diferencias entre Alemania y Francia e Italia

La recesión, poco a poco, queda atrás. Tal y como se esperaba, el crecimiento del PIB de la eurozona se moderó ligeramente en 3T (0,1% intertrimestral frente a 0,3% en 2T). Esto no debe ser motivo de preocupación ya que el buen dato de 2T respondía, en parte, a factores temporales. Una vez descontados, la tendencia sigue siendo positiva. Sí que son más preocupantes las divergencias en la capacidad de crecimiento de los distintos países, que lentamente se van constatando. Alemania se reafirma como el motor económico; los llamados países periféricos, en general, también se van subiendo al tren de la recuperación. En este sentido, son destacables los registros de España, Portugal e Irlanda. La otra cara de la moneda son las economías gala y transalpina, para las que se va confirmando una visión más pesimista.

Francia se encalla en el camino de la recuperación y Alemania se consolida como la locomotora europea. No hay duda de que la economía francesa atraviesa una etapa difícil. Esto quedó plasmado en la caída del PIB del 0,1% intertrimestral en 3T, un registro peor que el del conjunto de la eurozona. Los indicadores de actividad apuntan a que este diferencial negativo para la economía gala podría repetirse en 4T. Si bien el PMI de manufacturas de la eurozona aumentó en noviembre, ello fue en gran parte gracias a los signos de fortaleza de los indicadores alemanes, ya que los franceses empeoraron. El buen momento que atraviesa la economía alemana también se refleja en el índice de actividad empresarial IFO, que en octubre y noviembre superó los registros de 3T. El latido de la economía francesa es, en cambio, mucho más débil, no solo por el tono de los indicadores de actividad de 4T sino, sobre todo, porque a medio plazo siguen existiendo serias dudas sobre la capacidad de crecimiento de la economía gala.

Mejora de la actividad en los países periféricos. Italia moderó su ritmo de caída pero no consiguió abandonar la recesión. La pérdida de competitividad y la falta de reformas auguran una reactivación de la economía italiana menos vigorosa que la del conjunto de la eurozona. Las perspectivas son algo mejores en España: tras nueve trimestres de contracción, el PIB creció un 0,1% intertrimestral. También los registros que presenta la economía portuguesa son relativamente esperanzadores. Tras tres años de contracción económica, en 2T el PIB sorprendió con un avance del 1,1% intertrimestral (-0,4% en 1T). En 3T el avance se situó en el 0,2%, una cifra más acorde con la capacidad de crecimiento de Portugal a corto y medio plazo.

El aumento de los indicadores de actividad no desfallece, si bien las diferencias entre países siguen siendo notables. El índice de sentimiento económico de noviembre siguió su tendencia ascendente en Alemania, en Francia se tomó una pausa, reflejando una vez más la mayor debilidad de la economía gala.

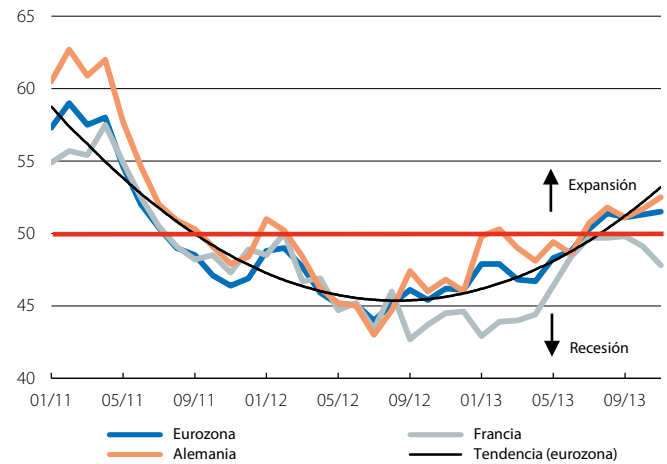
PIB

País	Variación intertrimestral		Variación interanual	
	2T 2013	3T 2013	2T 2013	3T 2013
Eurozona	0,3	0,1	-0,6	-0,4
Alemania	0,7	0,3	0,5	0,6
Francia	0,5	-0,1	0,5	0,2
Italia	-0,3	-0,1	-2,2	-1,9
España	-0,1	0,1	-1,6	-1,2
Portugal	1,1	0,2	-2	-1
Grecia			-3,8	
Irlanda	0,4		-1,1	

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

Indicadores de actividad

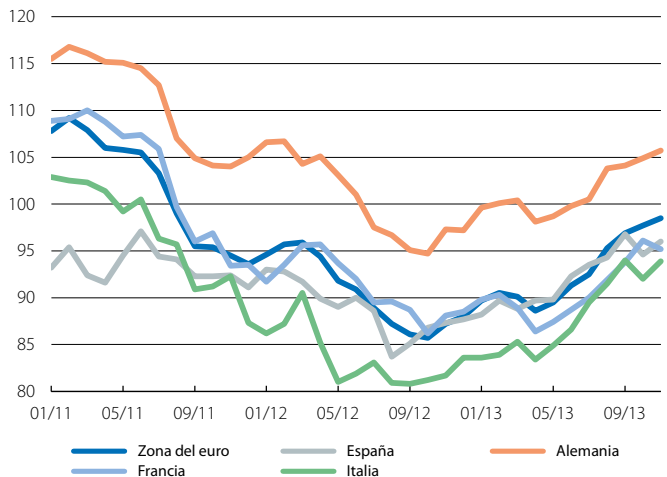
(Índice PMI de manufacturas)



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

Índice de sentimiento económico

(Valor)



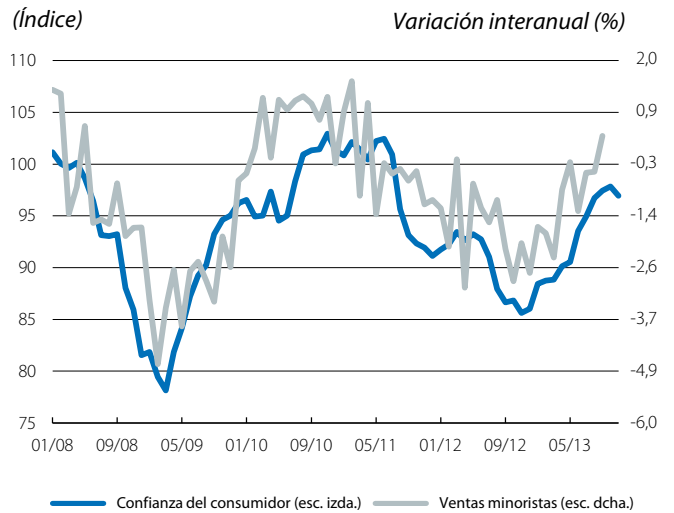
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

La demanda interna se suma al proceso de recuperación. El buen comportamiento de las ventas minoristas en 3T indica que el consumo poco a poco puede ir ganando protagonismo. Si bien los datos de noviembre de confianza del consumidor son un poco más flojos, todavía se sitúan por encima del nivel de 3T y no hay motivos para pensar que no retomarán la tendencia ascendente mostrada durante los últimos meses. La mejora de la demanda interna también se está haciendo palpable en la inversión. Según las encuestas de sentimiento económico que elabora la CE, las empresas del sector manufacturero de la eurozona esperan que la inversión crezca un 3% el próximo año. Ello contrasta con las expectativas que tienen para el conjunto de 2013, de un caída del 3%. Tanto el consumo como la inversión ya presentaron tasas de crecimiento intertrimestrales positivas en 2T 2013, del 0,1% y 0,2% respectivamente, pero la mejora que se ha producido en los indicadores mensuales desde entonces permite ser relativamente optimista.

La inflación repunta y aleja los temores sobre el riesgo de deflación. En línea con lo esperado, la inflación aumentó dos décimas y se situó en el 0,9% en noviembre, interrumpiendo así tres meses de descensos. Este cambio de tendencia estaba previsto en nuestro escenario ya que el descenso de la inflación de los últimos meses se explicaba sobre todo por factores transitorios (caída del precio del petróleo y de los alimentos no elaborados). En la medida en que estos efectos sigan perdiendo peso y que la recuperación de la demanda interna se vaya consolidando, la inflación irá ganando terreno. De todas formas, los importantes esfuerzos que varios países de la eurozona están llevando a cabo para seguir ganando competitividad mantendrán la tasa de inflación en niveles moderados. En este sentido, las encuestas de opinión de la CE sobre las perspectivas de inflación en los próximos meses son bastante estables y no presentan una tendencia clara. La actuación sorpresa del BCE del pasado noviembre, cuando rebajó el tipo *refi* hasta el 0,25%, debe ser interpretada como una nueva muestra de compromiso por parte de la máxima autoridad monetaria con un escenario macroeconómico en el que el crecimiento de los precios sea cercano al 2%.

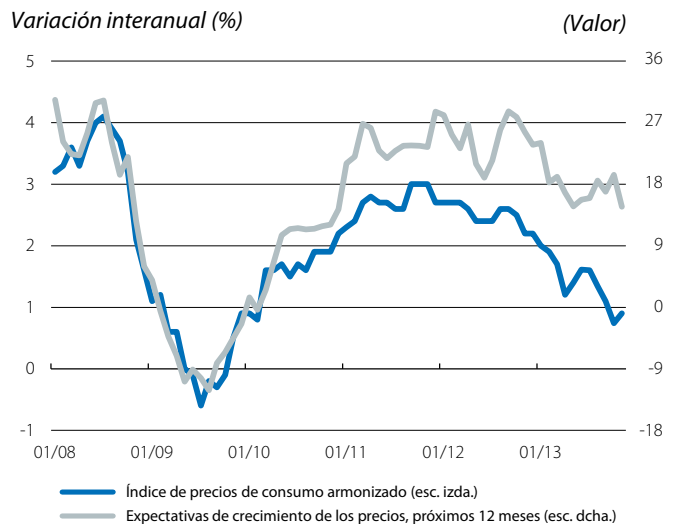
La mejora del índice de expectativas de creación de empleo de los últimos meses empieza a reflejarse en los datos del mercado laboral. En noviembre, el índice de expectativas para el sector industrial mantuvo la tendencia alcista de los últimos meses y se situó en los -6,3 puntos, un máximo desde abril de 2012. Ello empieza a tener un reflejo en los datos de paro. Concretamente, la tasa de paro descendió una décima en octubre, hasta el 12,1%, el primer retroceso que se registra desde 1T 2011. El mercado laboral de Alemania sigue siendo el que mejor tono presenta, con una tasa de paro que se mantiene en mínimos históricos y con un índice de expectativas de creación de empleo que sigue mostrando progresos muy significativos. En Francia, en cambio, aunque la tasa de paro descendió dos décimas en octubre, las perspectivas para el mercado laboral son menos halagüeñas. En este caso, el índice de expectativas experimentó un importante retroceso y se suma así al conjunto

Eurozona: indicadores de demanda



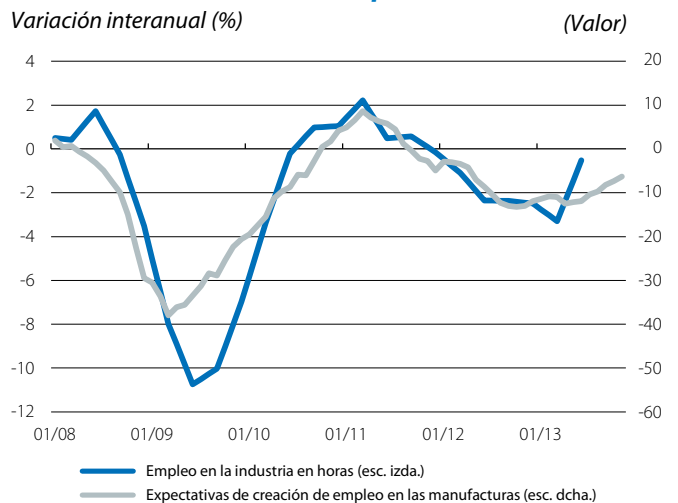
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

Eurozona: inflación



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

Eurozona: indicadores de empleo



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

de indicadores que ponen en duda la velocidad a la que la economía gala se puede recuperar.

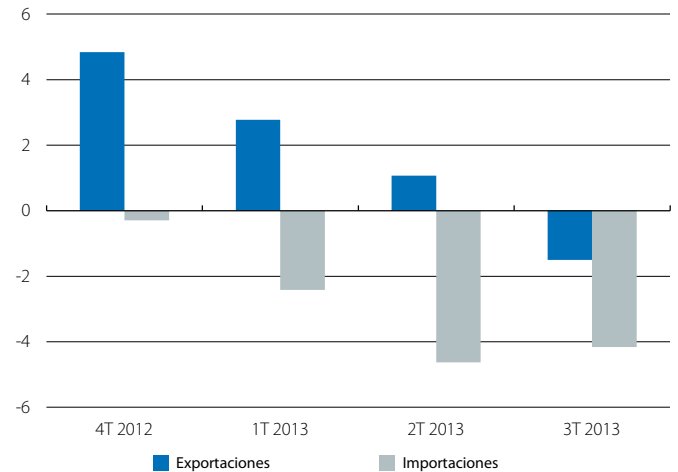
Las exportaciones sorprenden con una evolución más pobre de lo esperado. Durante los últimos años, el sector exterior ha sido la principal fuente de crecimiento de la actividad económica de la eurozona. Ya se esperaba que su contribución a la recuperación iría remitiendo a medida que las importaciones respondieran a la recuperación de la demanda interna. Pero la notable desaceleración del crecimiento de las exportaciones que se ha producido en los últimos meses ha sorprendido negativamente. Concretamente, en 3T las exportaciones cayeron un 1,5% en términos interanuales, hecho que contrasta con el incremento del 8,2% anotado en 3T 2012. Parte de esta desaceleración podría ser resultado de la caída de las perspectivas de crecimiento en los países emergentes que se produjo este verano cuando se anticipó el inicio del *tapering* para septiembre. Sin embargo, esta caída en las perspectivas de crecimiento de los emergentes ya se ha corregido y los pedidos de exportación siguen mostrando una tendencia favorable. Por tanto, la pérdida de dinamismo de las exportaciones debería ser temporal.

La CE espera que la recuperación continúe y gane intensidad el año próximo. No obstante, avisa que el crecimiento restará contenido por las necesidades de ajuste en un contexto de elevada incertidumbre. Con todo, los escenarios más catastróficos que se contemplaban hace unos trimestres, como la ruptura del euro, se han conseguido disipar. Asimismo, el saneamiento de los balances de los bancos, las empresas no financieras y los hogares debería ser más fácil a medida que el crecimiento de la actividad vaya ganando tracción. La CE insiste en la necesidad de implementar reformas que acompañen la corrección de los grandes desequilibrios macroeconómicos, siendo de especial relevancia la implementación de la Unión Bancaria, imprescindible para solventar la fragmentación financiera. Con ello, debería conseguirse que todas las empresas con el mismo perfil de riesgo obtuvieran condiciones de crédito similares independientemente de su ubicación regional.

Los desequilibrios macroeconómicos se están corrigiendo pero queda aún mucho recorrido. Por tercer año consecutivo, el informe de la CE, que estudia la evolución de 10 indicadores macroeconómicos, concluye que 16 países miembros necesitan una revisión en profundidad de su economía. La CE propondrá en los próximos meses a los distintos países con desequilibrios una serie de medidas para reconducir su situación y podría imponer penalizaciones económicas si juzga insuficientes la aplicación de estas. La novedad de este año es que, por primera vez, la CE ha decidido añadir a la lista de países con deberes a Alemania, en gran medida por el importante y sostenido superávit por cuenta corriente (véase el Focus «Informe de desequilibrios macroeconómicos: toque de atención a Alemania»). La cuestión importante es valorar hasta qué punto ello es resultado de un comportamiento excelente del sector exportador alemán, o es consecuencia de una falta de inversión crónica por parte de las empresas y del sector público.

Eurozona: balanza de bienes

Variación interanual (%)



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

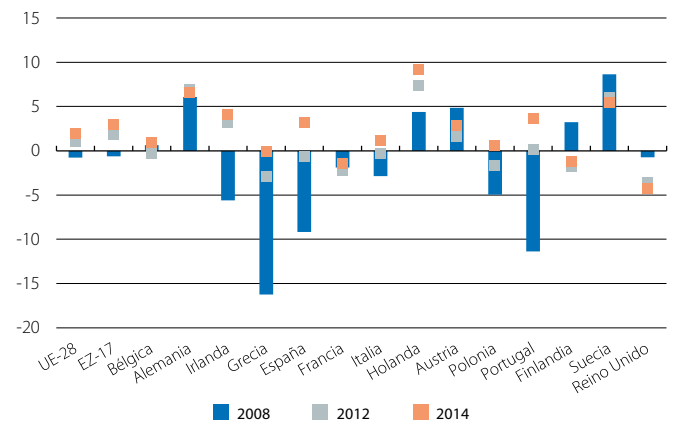
Previsiones de crecimiento del PIB de la CE

País	2013	2014	2015
Eurozona	-0,4	1,1	1,7
Alemania	0,5	1,7	1,9
Francia	0,2	0,9	1,7
Italia	-1,8	0,7	1,2
España	-1,3	0,5	1,7
Portugal	-1,8	0,8	1,5
Grecia	-4	0,6	2,9
Irlanda	0,3	1,7	2,5

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

Previsiones de saldo corriente de la CE

(% del PIB)



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