

UNIÓN EUROPEA

La eurozona abandona la recesión tras anotar la primera tasa de crecimiento intertrimestral positiva desde 3T 2011. El avance del PIB de 2T 2013 no fue despreciable, del 0,3% concretamente, y fue generalizado a la mayoría de países. Alemania y Francia, con unos avances del 0,7% y 0,5% respectivamente, sorprendieron a la mayoría de analistas y lideran el proceso de recuperación. En los países periféricos los registros también mejoraron respecto a los trimestres anteriores. Destaca Portugal, con un avance del 1,1%. En muchos casos, los buenos datos de crecimiento se deben a factores temporales. En Alemania, por ejemplo, el mal tiempo jugó en contra en el 1T y ahora ha tenido un papel destacado en positivo. La velocidad de crecimiento, por lo tanto, probablemente será algo inferior en los próximos trimestres, pero de todas formas las dinámicas de fondo parecen bien encauzadas y, si no hay sorpresas de última hora, el proceso de recuperación debería continuar con paso firme.

La mejora de la actividad gana impulso en el 3T. El índice PMI compuesto de la eurozona, uno de los mejores indicadores avanzados de actividad, ha superado la barrera de los 50 puntos este verano, cifra a partir de la cual la tasa de crecimiento del PIB suele ser positiva. La mejora está siendo generalizada en los principales subcomponentes del índice: el de servicios alcanzó los 50 puntos en agosto, y el de manufacturas, que ya lo hizo en julio, en agosto siguió avanzando. La mejora de la actividad también está avalada por otros indicadores, como el índice de producción industrial o el índice de confianza de la industria, ambos con una clara tendencia positiva. Sin embargo, las diferencias entre países siguen siendo muy notables. Alemania continúa destacando en positivo: el índice PMI, que ya era uno de los más elevados de la eurozona, avanzó con fuerza en agosto y anotó el valor más alto de los últimos 7 meses. En Francia, en cambio, a pesar de los buenos datos de crecimiento de 2T 2013, la evolución de los distintos indicadores de alta frecuencia no permite ser tan optimistas. El índice PMI, por ejemplo, retrocedió en agosto y sigue ofreciendo dudas de la capacidad de recuperación de la economía gala.

El consumo también se suma al proceso de recuperación. Hasta ahora, el consumo ha sido uno de los principales frenos de la actividad, con tasas de crecimiento claramente inferiores a las del PIB. En 2012, por ejemplo, el consumo de los hogares cayó un 1,3%, 0,8 p. p. más que el PIB. En este sentido, la mejora que presentan los distintos indicadores relativos al 2T y 3T es muy alentadora. La tendencia positiva iniciada por el índice de confianza del consumidor desde principios de año se ha ido consolidando durante los últimos meses. Los fuertes avances que se han producido recientemente han situado el índice en niveles de julio de 2011, antes de la recaída de la eurozona. Las ventas minoristas también ilustran la mejora del consumo de los hogares, con un avance intermensual promedio durante el 1T del año del 0,2%.

La inflación, como el consumo, cambia de tendencia pero se mantiene en niveles moderados de momento. Tras alcanzar

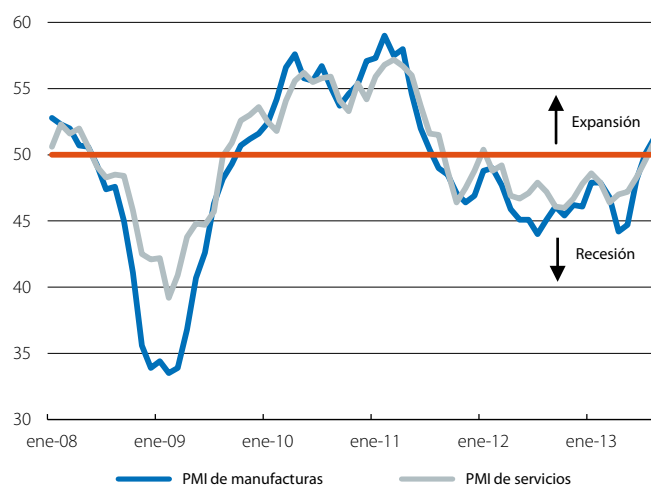
PIB

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

Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Eurozona: indicadores de actividad

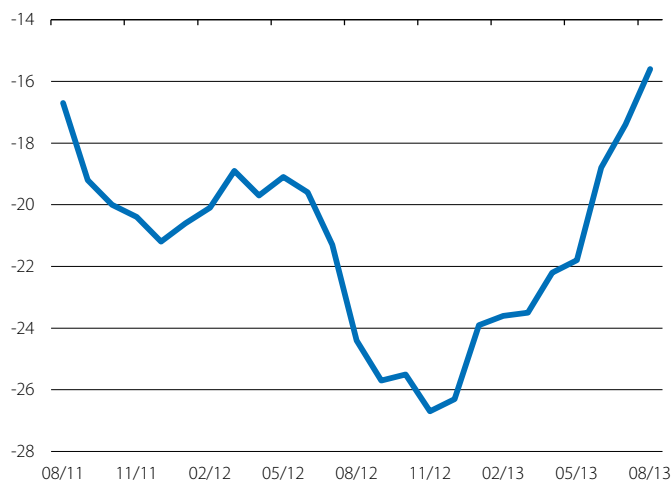
(Índice)



Fuentes: Markit y "la Caixa" Research.

Eurozona: confianza del consumidor

(Índice)



Fuentes: Comisión Europea y "la Caixa" Research.

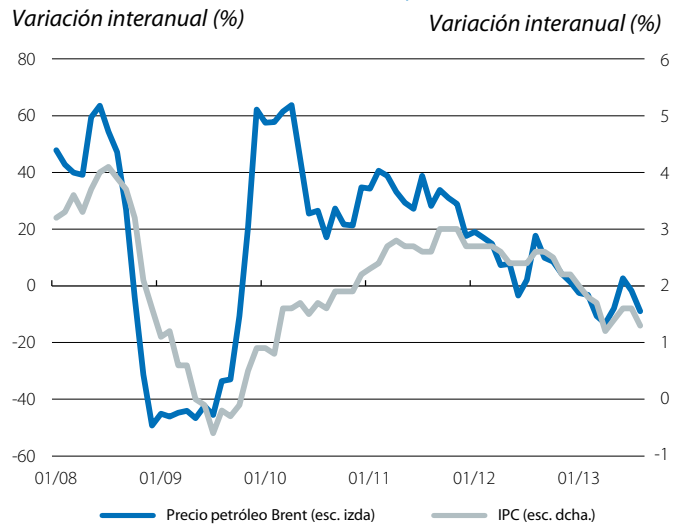
valores del 3% a finales de 2011, la inflación mantuvo una tendencia claramente bajista hasta abril de este año, momento en el que tocó fondo, con un registro del 1,2%. Desde entonces, los movimientos han sido ligeramente al alza reflejando, en parte, el incipiente cambio de tono del consumo, pero sin que ello haga pensar en que se pueda poner en peligro el objetivo de inflación del BCE. En agosto la tasa de inflación para el conjunto de la eurozona se situó en el 1,3%. Los riesgos al alza, sin embargo, han aumentado. La escalada de las tensiones políticas en oriente medio, y en Siria en particular, han llevado el precio del petróleo de calidad Brent a cerca de los 90 euros por barril. Desde junio el aumento ya supera el 10%. Naturalmente, si estos registros se consolidan o todavía van a más, ello acabará repercutiendo en la tasa de inflación. Precisamente, el pico de inflación que se produjo en 2011 antes comentado, con registros que alcanzaron el 3,0%, fue en gran medida producido por el alza del precio del petróleo: tasas de variación interanual que superaron durante varios meses el 30% y que lo situaron por encima de los 90 euros por barril.

El BCE se siente cómodo con los tipos de interés bajos. En tan solo un año, el giro que ha hecho la política monetaria ha sido de 180 grados. A pesar de que los síntomas de recaída eran evidentes en abril de 2011, el entonces gobernador de la máxima autoridad monetaria, Jean-Claude Trichet, subió el tipo de interés 0,25 puntos básicos, repitiendo el error cometido en 2008. Como era habitual en sus ruedas de prensa, no dio ninguna pista del curso que seguiría la política monetaria en el futuro con unas palabras que con el tiempo se han hecho célebres: «we never pre-commit». Desde que Mario Draghi ha tomado las riendas del BCE, en noviembre de 2011, los tipos de interés han bajado hasta mínimos históricos, el tipo REPO está en el 0,5%, y ahora, además, ha anunciado que los mantendrá en este nivel, o incluso por debajo, durante un largo periodo de tiempo (véase Focus «BCE: una política de orientación poco concreta» para una discusión más extensa).

La estabilización del mercado laboral reafirma el cambio de tono del conjunto de la economía. La tasa de paro de la eurozona, que había aumentado de forma continuada desde 2008 (a excepción de una ligera disminución en 1T 2011), se ha estabilizado durante los últimos meses: se ha mantenido en el 12,1% de marzo a julio. Aunque todavía es pronto para observar reducciones en la tasa de paro, normalmente esto se produce cuando el crecimiento económico se encuentra en una fase más avanzada, el índice de expectativas de contratación del sector industrial ya muestra claros síntomas de mejora: en julio se situó en los -10,5 puntos, un máximo desde julio de 2012. Además, la tendencia del índice ha sido positiva desde principios de año, aumentando durante los últimos cuatro meses de forma consecutiva. A pesar de que la relación entre el índice de expectativas de contratación y la tasa de paro no es perfecta, la relación entre ambas series es muy estrecha, por lo que estos registros son ciertamente esperanzadores.

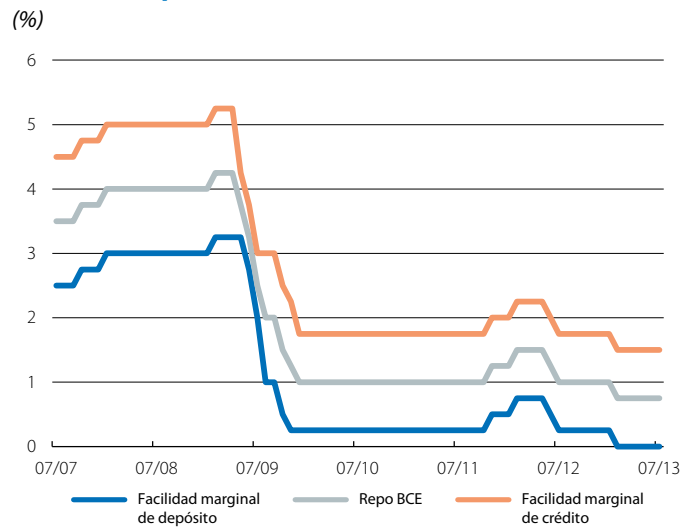
Los primeros síntomas de mejora también llegan al crédito. La encuesta trimestral de crédito bancario del BCE ofrece noti-

Eurozona: precios del consumo y del petróleo



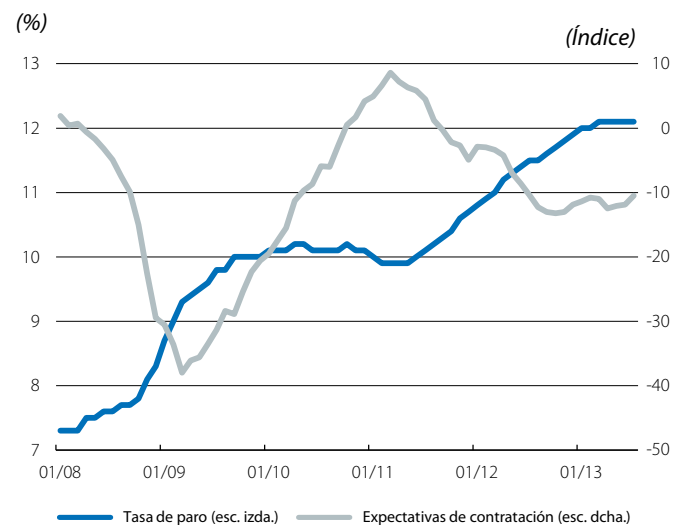
Fuentes: Eurostat, Thomson Reuters Datastream y "la Caixa" Research.

Eurozona: tipos de interés



Fuentes: BCE y "la Caixa" Research.

Eurozona: indicadores del mercado laboral



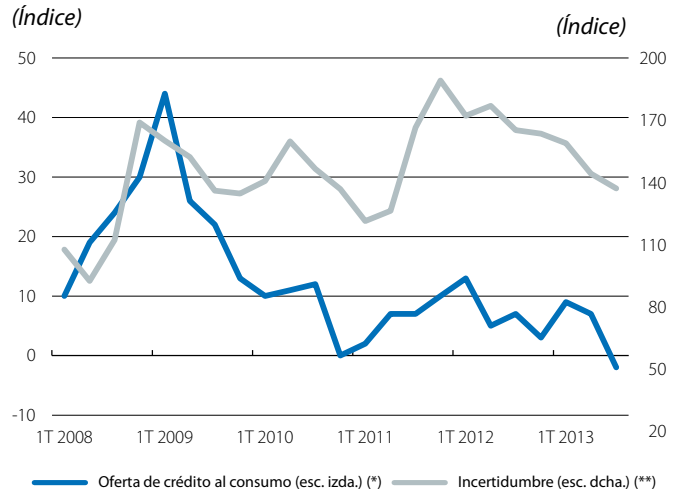
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y "la Caixa" Research.

cias alentadoras: la mejora de la oferta de crédito es generalizada a los distintos sectores de la economía. Llama la atención la mejora que se ha producido en el crédito al consumo, la primera desde el inicio de la recesión. En gran medida, esto se debe a la disminución de la incertidumbre macroeconómica y a la reducción de la volatilidad en los mercados financieros. Dado que el recorrido a la baja es todavía amplio en este sentido, es de esperar que a medida que esta tendencia se vaya consolidando, junto con la confirmación de la mejora de la actividad, la mejora de la oferta de crédito también irá adquiriendo protagonismo.

El sector exterior, el aliado fiel de la recuperación. Los datos de la cuenta corriente de 2T 2013 muestran una nueva mejora del sector exterior. El superávit de la zona del euro sigue aumentando gracias a la buena evolución de los ingresos (1,7%, interanuales) y a la disminución de los gastos (-2,6%). Una de las claves de esta mejora es la evolución del saldo de bienes. Este anotó un máximo histórico de 153.000 millones, el 1,6% del PIB, y sigue aumentando de forma continuada desde finales de 2011 (véase Focus «Mejora en la cuenta corriente de la eurozona: ¿cíclica o estructural?» para una discusión más detallada).

El riesgo de tormenta se ha reducido, pero siguen habiendo nubes en el horizonte. Los datos de crecimiento de 2T 2013 han sido mejores de lo esperado y los indicadores de actividad y confianza apuntan a una continuidad de esta mejora. No obstante, los factores que podrían hacer que el proceso de recuperación vuelva a descarrilar no son menores. El impacto que puede tener la desaceleración de los principales países emergentes, como Brasil, China o India, sobre las exportaciones puede no ser despreciable. De momento, sin embargo, los datos de comercio exterior de la eurozona son esperanzadores. A pesar de la tendencia decreciente que muestra el crecimiento de las exportaciones en los principales países emergentes, el comercio con los países desarrollados empieza a ganar impulso. Esto, por ahora, está permitiendo que en conjunto las exportaciones mantengan un buen tono. Otro factor clave será el resultado de las elecciones federales que se celebrarán en Alemania el 22 de septiembre. Según los distintos sondeos, la victoria de la actual canciller, Angela Merkel, parece muy probable, pero lo que no está tan claro es si podrá gobernar manteniendo la actual alianza con el partido liberal, el FDP, o si deberá buscar soluciones alternativas. En cualquier caso, el liderazgo que Alemania ha tomado en el proceso de construcción europeo es improbable que se diluya o cambie de rumbo. Finalmente, también debemos seguir de cerca los progresos que se hagan en materia de política económica en los países periféricos. En Italia, el nuevo primer ministro, Enrico Letta, todavía tiene que demostrar su capacidad de liderazgo; en Grecia la posibilidad de un nuevo rescate en vez de haberse reducido ha ganado enteros; y, en Portugal, la troika tiene que dar el visto bueno a los progresos hechos en el programa de ajustes y reformas tras haber suspendido la visita de junio.

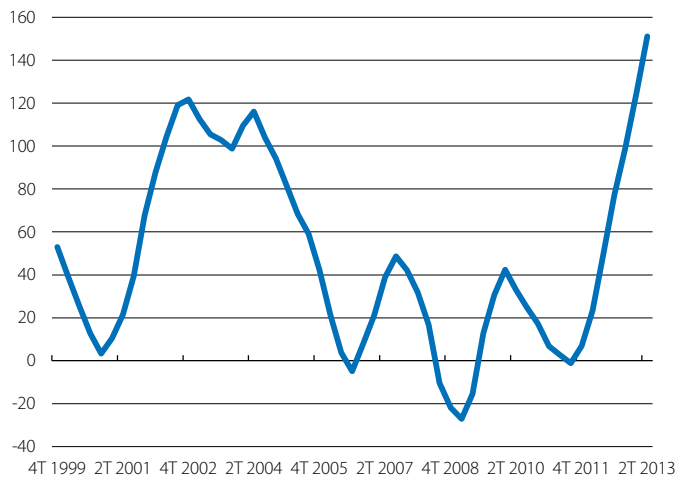
Eurozona: oferta de crédito e incertidumbre



Nota: (*) Una caída indica una relajación de las condiciones crediticias. (**) Índice que mide la incertidumbre acerca del curso futuro de la economía. **Fuentes:** BCE, Baker et al. (2012) y "la Caixa" Research.

Eurozona: saldo de la balanza de bienes

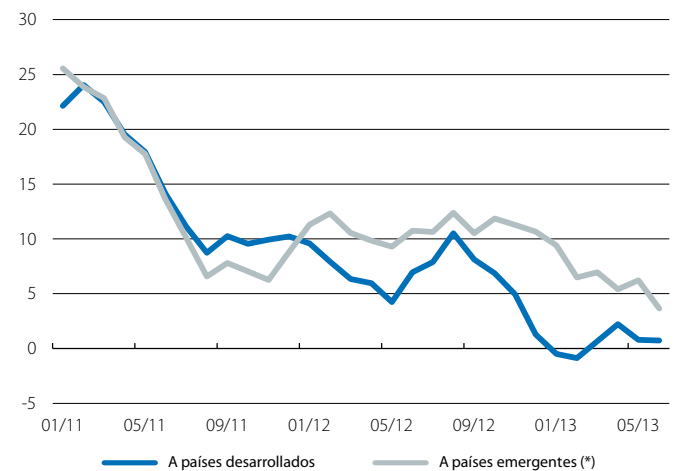
Acumulado 12 meses (miles de millones de euros)



Fuentes: Eurostat y "la Caixa" Research.

Eurozona: exportaciones

Variación interanual, promedio 3 meses (%)



Nota: (*) África, América Latina, Asia (menos Japón), Rusia y Turquía. Desarrollados los otros. **Fuentes:** ECB y "la Caixa" Research.