

UNIÓN EUROPEA

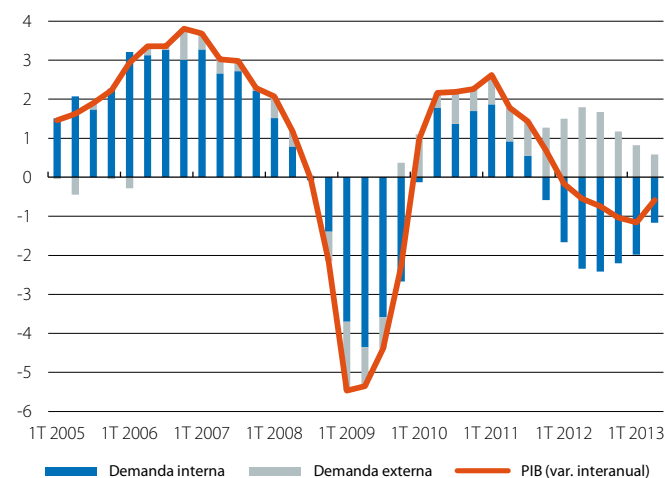
Las perspectivas económicas siguen en línea con una recuperación gradual para los próximos trimestres. Tras seis trimestres consecutivos de contracción, el crecimiento del PIB volvió a territorio positivo en 2T 2013 con una variación del 0,3% intertrimestral gracias a la reactivación de la demanda interna, que se sumó al avance de las exportaciones netas. A pesar de ello, de cara al segundo semestre del año, los indicadores avanzados de actividad sugieren una moderación de la recuperación, aunque la tendencia de fondo a medio plazo indica que esta seguirá avanzando. La ligera desaceleración en gran medida vendrá de la mano de la demanda interna, puesto que, a pesar de los buenos resultados en 2T, se espera una recuperación más paulatina a causa de las presiones que está sufriendo el consumo doméstico dadas las altas tasas de desempleo y la contracción del gasto público en algunos países. Así pues, el principal protagonista de la recuperación seguirá siendo la demanda externa aunque dejando que el actor secundario, la demanda interna, empiece a destacar en el escenario.

Los indicadores adelantados de oferta recuerdan que la recuperación está en marcha. Estos sugieren una pequeña corrección en las tasas de crecimiento del PIB de cara a 3T, con motivo de que los resultados del trimestre anterior fueron mejores de lo esperado por factores temporales, aunque la tendencia de fondo es positiva. Por un lado, el PMI compuesto de la eurozona, uno de los mejores indicadores avanzados de actividad, descendió ligeramente en octubre, rompiendo la tendencia ascendente iniciada en marzo, debido en gran medida a una reducción del PMI de servicios. Aun así, tanto el PMI de servicios como el de manufacturas se mantienen en terreno expansivo (por encima de los 50 puntos), lo que permite pensar que la tasa de crecimiento seguirá siendo positiva. Por otro lado, la producción industrial de agosto para la eurozona repuntó un 1,0% mensual. De todas formas, la tasa de variación interanual todavía se mantiene en cotas negativas y en unos registros muy parecidos a los de 2T. La incapacidad de mostrar un cambio de tendencia claro recuerda lo frágil que es el actual proceso de recuperación. Por países, la producción industrial en Alemania volvió a sorprender positivamente con una variación del 1,4% intertrimestral, pero en el caso de Italia decepcionó con una caída del 0,3%, lo que añade dudas en torno a la recuperación del país transalpino.

En términos desagregados, se constatan distintas velocidades de recuperación en la eurozona. Por un lado están los países *core*, Alemania y Francia, que crecen paulatinamente gracias a la mejora de la demanda interna. Para estos dos países se espera una tasa de crecimiento interanual del 0,6% y 0,3% para 3T 2013, respectivamente. En contraposición, la mayoría de las economías periféricas todavía presentan una tasa de crecimiento interanual negativa, pero que cada vez es menor. La demanda externa compensa, en parte, la caída del consumo doméstico. En referencia al Reino Unido, este encadena tres tri-

Eurozona: componentes del PIB

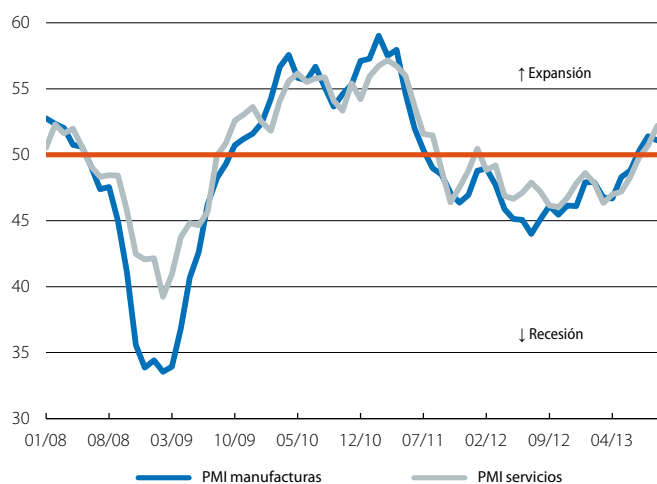
Contribución al crecimiento (%)



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

Eurozona: indicadores de actividad

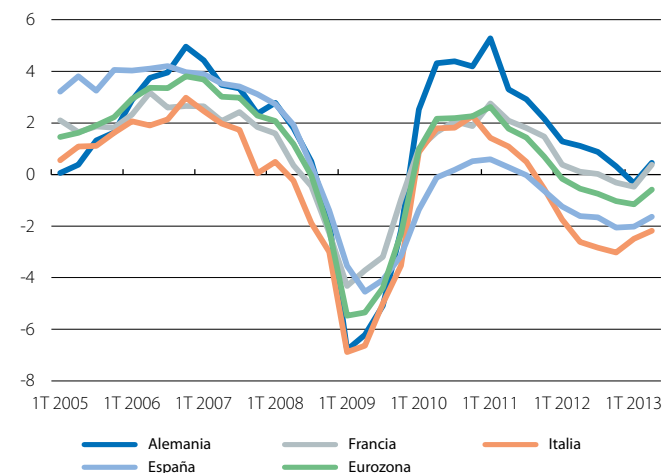
(Índice)



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

Eurozona: PIB de los principales países

Variación interanual (%)



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

mestres consecutivos con tasas de crecimiento positivas. En 3T 2013 volvió a sorprender positivamente con un avance del 0,8% intertrimestral (en 2T 2013 ya anotó un avance del 0,7%), y consolida así su recuperación.

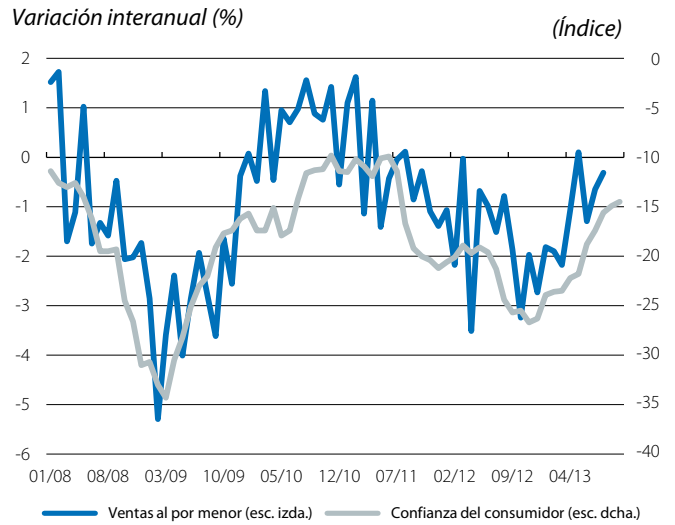
La demanda interna de la eurozona se mantiene débil, aunque con signos de mejoría. El 2T fue el punto de inflexión para la demanda interna, que empezó a anotar tasas de crecimiento positivas por primera vez desde principios de 2011. En referencia al consumo de los hogares, este apuntala la senda alcista iniciada a principios de año, como muestra el indicador de confianza del consumidor, cuya mejoría en 3T ha sido casi el doble que en 2T (4,9 puntos respecto a 2,8). Aunque los consumidores vayan ganando confianza, aún está costando que esto se traduzca en un incremento en el consumo, como vemos al analizar los datos de ventas al por menor, cuya variación interanual es de -0,3% en agosto, frente al -0,6% del mes anterior. Por tanto, estas continúan reduciendo su ritmo de contracción, pero con cierta lentitud.

La tasa de paro toca techo. Hace dos meses que se mantiene estable en el 12,2% y, si se confirma la salida de la recesión, podría empezar a reducirse gradualmente de cara a final de año y principios del siguiente. Así lo sugiere el índice de expectativas de contratación, que en septiembre mejoró por sexto mes consecutivo, y se acerca a las cotas en las que históricamente se ha empezado a generar empleo (véase Focus «La creación de empleo llegará a distintas velocidades»). Dado que el mercado laboral sigue mostrando tasas de paro elevadas, no se están dando presiones sobre los salarios, manteniendo la inflación contenida en niveles moderados dada la coyuntura económica, y que el precio del petróleo se mantiene en mínimos anuales (véase Focus «¿Riesgo de deflación en la eurozona?»).

El sector exterior es el principal soporte de la recuperación. El superávit por cuenta corriente está mejorando. En 2T 2013 se situó en el 1,2% del PIB, 1,1 puntos porcentuales por encima del registro de 2T 2012. Aunque, en gran medida, la mejora de la cuenta corriente se ha producido por la caída de las importaciones de bienes (-5,2% interanual en 2T 2013), las exportaciones han mantenido tasas de crecimiento notables durante los últimos trimestres: entre 1T 2010 y 2T 2013 han crecido, en promedio, un 6,1% interanual. Esto ha permitido amortiguar el impacto de la crisis sobre la actividad económica. Además, esta tendencia es probable que continúe en los próximos meses. El índice de expectativas de exportaciones, por ejemplo, ha seguido mejorando y ya se sitúa en niveles de finales de 2011.

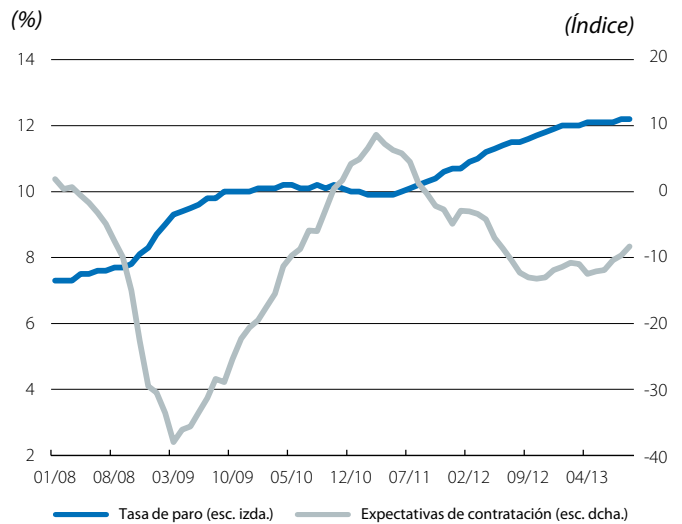
Las amenazas sobre el apoyo que puede prestar el sector exterior al proceso de recuperación parecen controladas. Uno de los factores que en los últimos meses ha ganado fuerza y que, de mantenerse, podría frenar el crecimiento de las exportaciones es la apreciación del euro. La moneda única no solo se ha apreciado notablemente respecto al dólar (alrededor de un 7% en los últimos doce meses), sino que también lo ha hecho de forma notable respecto al resto de socios comerciales de la

Eurozona: indicadores de demanda



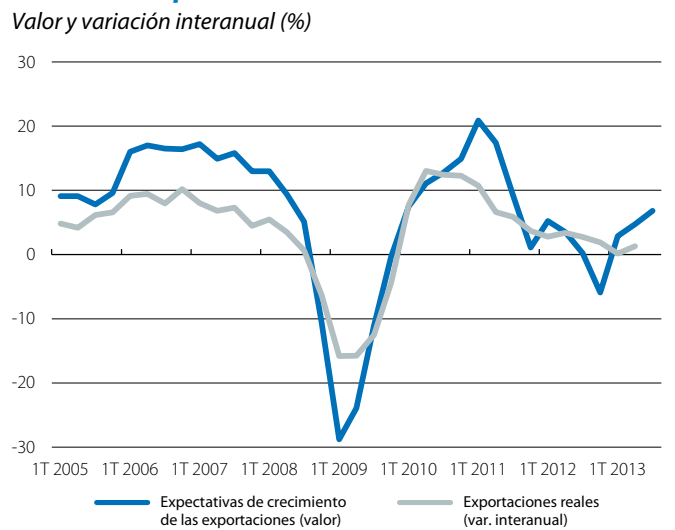
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Markit y Eurostat.

Eurozona: indicadores del mercado laboral



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

Eurozona: exportaciones



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

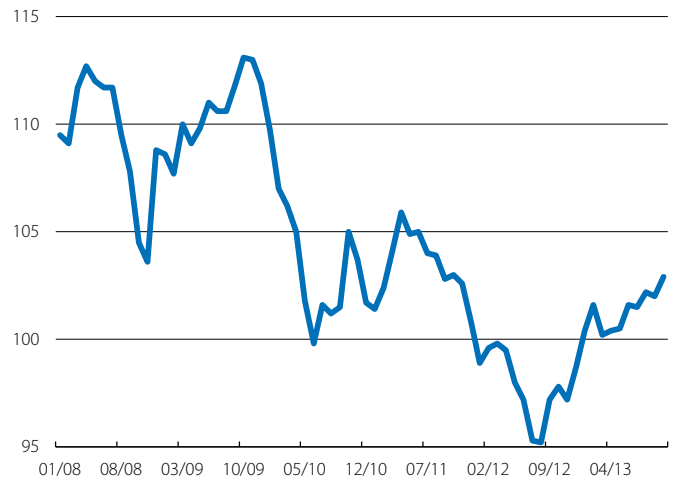
eurozona. Una buena muestra de ello es el tipo de cambio efectivo real, que se ha apreciado un 5,2% desde octubre de 2012. El segundo factor a tener en cuenta es la desaceleración del crecimiento de los países emergentes. En los últimos diez meses, por ejemplo, el crecimiento del PIB previsto por el consenso de analistas para 2014 de los principales países asiáticos se ha reducido en 0,20 p. p., y el de los principales países de Latinoamérica, en 0,80 p. p. En cualquier caso, el crecimiento previsto sigue siendo elevado, de 4,7% y 3,1%, respectivamente, y es probable que la corrección a la baja no se prolongue mucho más. Estas revisiones han sido consecuencia, sobre todo, de las salidas de capitales que se produjeron por los temores a una reducción de los estímulos monetarios en EE. UU., el famoso *tapering*. Unos temores que ahora se han disipado, ya que la incertidumbre que rodea la política fiscal estadounidense obligará a mantener la política monetaria en modo acomodaticio para asegurar que la recuperación de la actividad no descarrila.

La fragmentación en los mercados financieros sigue presente. En los mercados de deuda soberana se han producido notables avances en los últimos meses, con importantes reducciones de las primas de riesgo de los países periféricos. Pero la fragmentación persiste en torno a los costes de financiación de los hogares y empresas, cuyas diferencias entre países siguen siendo elevadas; por ejemplo, el diferencial entre países *core* y periferia en los tipos de interés promedio de préstamos a empresas se sitúa en 2013 cerca de los 2,6 p. p., respecto a los 0,8 p. p. en 2007. Esta situación es incompatible con el funcionamiento normal de una unión monetaria y con la transmisión eficiente de la política monetaria, la cual sigue plenamente acomodaticia manteniendo el tipo de interés oficial en 0,5% con posibilidad de que se tomen más medidas de inyección de liquidez si el BCE ve presiones alcistas sobre los tipos monetarios.

En el marco del mecanismo único de supervisión, el BCE hizo pública la hoja de ruta del proceso de evaluación de la banca europea. Este afectará a 130 entidades de crédito de dieciocho estados miembros, y se empezará a llevar a cabo en noviembre de 2013 con fecha de finalización prevista para octubre de 2014, cuando se publicarán los resultados por país y entidad. Este proceso consistirá en tres ejercicios: una evaluación del riesgo, un análisis de la calidad de activos (con un requisito de capital del 8,0% del CT1) y un test de estrés (del cual aún queda pendiente especificar los umbrales de capital). Una vez finalice el proceso de evaluación, y antes de que el mecanismo único de supervisión se ponga en pleno funcionamiento, los bancos europeos deberán aplicar las medidas correctoras surgidas de la evaluación, las cuales podrían incluir procesos de recapitalización y venta de activos. El interrogante surge en torno a los otros pilares de la unión bancaria, el mecanismo de resolución único y la procedencia de los fondos en caso de necesidades de capital. Estos temas deberán abordarse en el próximo consejo de ministros de economía y finanzas de la Unión Europea (ECOFIN), previsto para el 15 de noviembre.

Eurozona: tipo de cambio efectivo

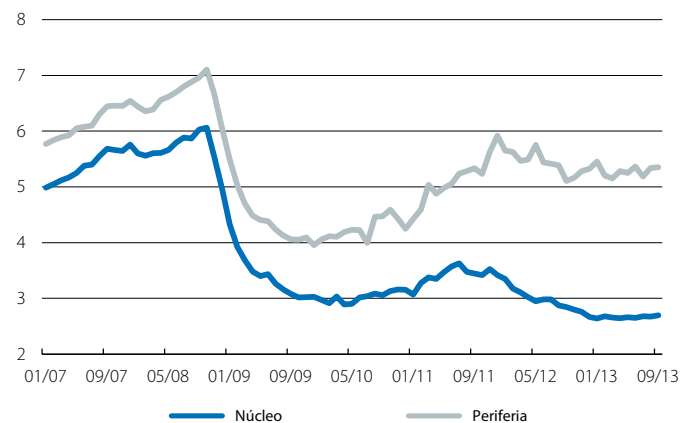
(Índice)



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

Eurozona: crédito a empresas

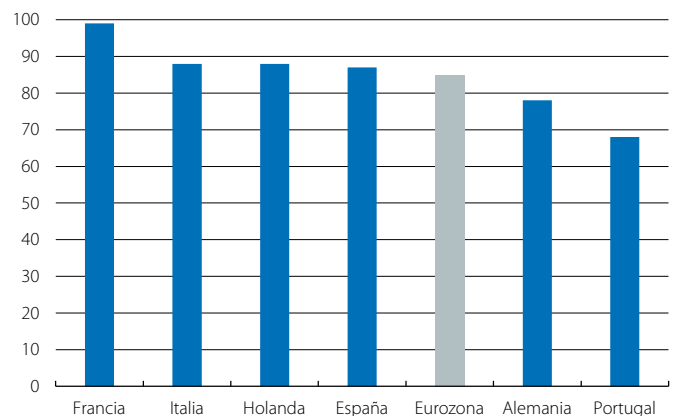
Tipo de interés promedio de préstamos inferiores a un millón de euros (%)



Nota: Núcleo incluye Austria, Bélgica, Alemania, Finlandia, Francia, Luxemburgo y Países Bajos. Periferia incluye España, Grecia, Italia, Irlanda y Portugal.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.

Volumen de activos bancarios que serán supervisados por el BCE

Total de activos por región (%)



Nota: Porcentaje de activos bancarios que pasarán a ser supervisados por el BCE respecto al total de activos de los bancos por país o región.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BCE.