

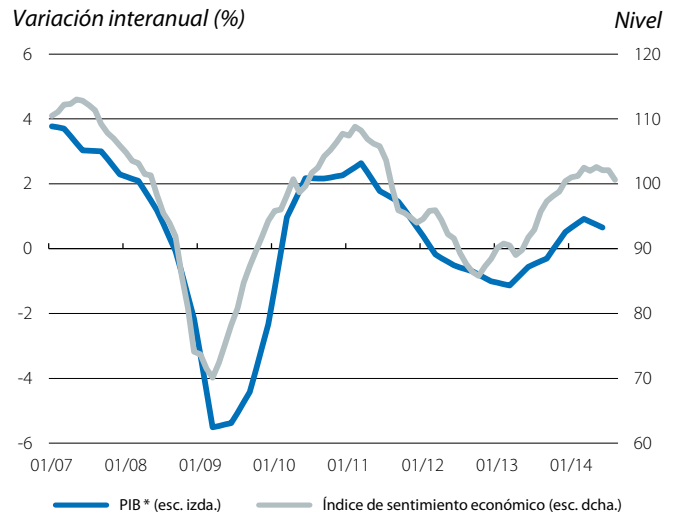
COYUNTURA · Eurozona: una recuperación a medio gas

La recuperación de la eurozona pierde fuerza. Los signos de debilitamiento que mostraron los indicadores de actividad durante el trimestre pasado se han materializado. La economía de la eurozona se estancó en el 2T y puso fin a cuatro trimestres de avance a un ritmo promedio del 0,2% intertrimestral. Aunque no se disponga todavía del desglose del PIB por componentes, la caída de la confianza industrial sugiere un menor impulso de la inversión, que frenó la tendencia de mejora gradual de la demanda interna. Asimismo, la demanda externa se ha visto lastrada por la debilidad del comercio mundial a inicios de año. El repunte de las tensiones geopolíticas, especialmente en Ucrania, tampoco está ayudando. Hasta el momento, los datos disponibles del 3T no muestran indicios claros de mejora: el índice de sentimiento económico y el índice PMI se situaban, en agosto, por debajo del promedio del 2T, y la confianza del consumidor ha corregido parte de los avances de los meses anteriores. El escenario para el segundo semestre del año, por tanto, no es muy alentador. Aunque se espera que la economía alemana recupere cierto dinamismo, el avance de la actividad europea se verá lastrado por la economía francesa e italiana, toda vez que los pronósticos más pesimistas parece que se van confirmando.

El avance es desigual. La evolución de las cuatro principales economías de la eurozona presenta tendencias muy distintas. El avance del PIB español se aceleró en el 2T, con un crecimiento del 0,6% intertrimestral (0,4% en el 1T). Este aumento contrasta con el estancamiento de la economía francesa por segundo trimestre consecutivo y con las contracciones del PIB registradas en Italia y Alemania (del 0,2% intertrimestral). En el caso alemán, aunque el elevado avance del PIB en el 1T (del 0,8% intertrimestral) ya sugería una ralentización de la economía en el 2T, el retroceso de la actividad ha sorprendido negativamente. Parte de este mayor deterioro responde a la escalada de las tensiones en el conflicto ucraniano. En este sentido, aunque el peso de las exportaciones hacia Rusia es moderado (representan el 3% del total de ventas al exterior), la incertidumbre respecto a la resolución del conflicto y de los efectos que puede generar sobre las economías del este de Europa siguen diezmando el sentimiento inversor alemán.

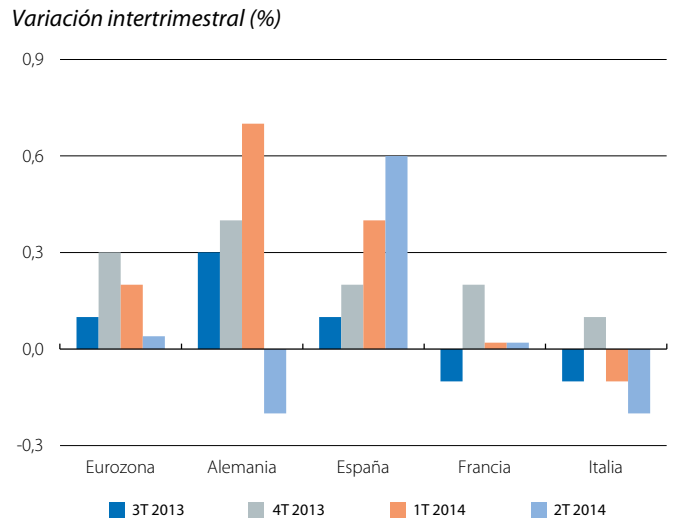
Francia e Italia: la senda de crecimiento sigue sin afianzarse. La lectura que nos ofrece la evolución de las otras dos grandes economías europeas tampoco es muy favorable. Los principales indicadores disponibles del 3T confirman la debilidad de la recuperación. Una muestra de ello es el retroceso de la confianza del sector industrial en julio y agosto, que se sitúa significativamente por debajo del promedio del 2T. Este contexto no anticipa un repunte de la inversión que, en el 2T retrocedió un 1,1% y un 0,9% intertrimestral en Francia e Italia, respectivamente. En este contexto, la implementación de reformas que mejoren la malograda competitividad de ambas econo-

Eurozona: PIB e índice de sentimiento económico



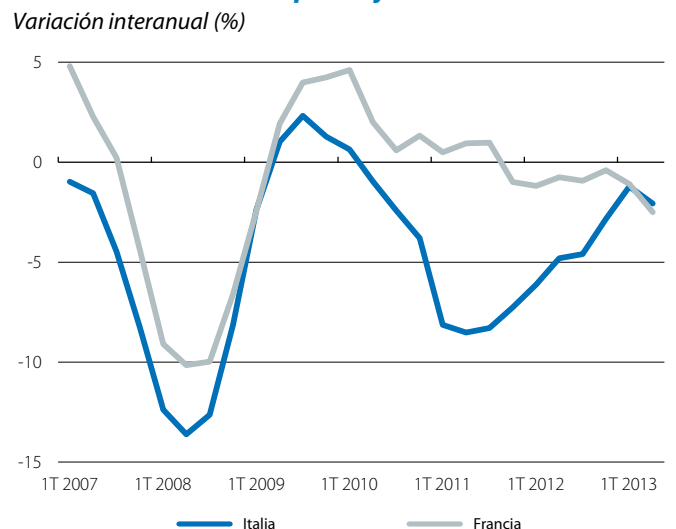
Nota: * Datos trimestrales.
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de la Comisión Europea y de Eurostat.

Crecimiento del PIB



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

Formación bruta de capital fijo



Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Istat y el INSEE.

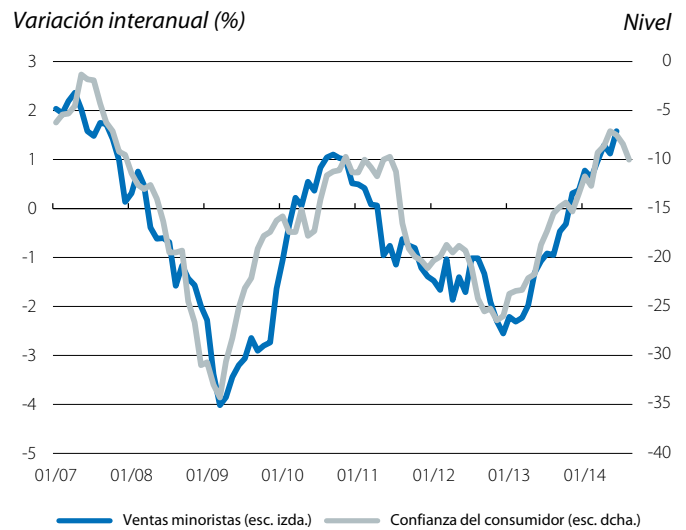
mías sigue siendo necesaria para dinamizar una demanda exterior en horas bajas. En el 2T, las exportaciones reales francesas e italianas se mantuvieron prácticamente estancadas (con variaciones intertrimestrales del 0,0% y del 0,1%, respectivamente).

El consumo privado pierde fuelle en el 3T. Durante los últimos trimestres, la recuperación del consumo de los hogares se ha convertido en un importante apoyo para el crecimiento de la eurozona (explica prácticamente un tercio del avance del PIB registrado entre el 1T 2013 y el 1T 2014). Una contribución que siguió siendo notable en el 2T del año a juzgar por el buen ritmo de avance que han exhibido las ventas minoristas (del 1,3% interanual en el 2T frente al 0,8% del 1T). Sin embargo, el retroceso de la confianza del consumidor en julio y agosto sugiere cierto agotamiento en el 3T.

El retorno de la actividad favorece la recuperación del mercado laboral, aunque de forma muy gradual. En julio, la tasa de desempleo de la eurozona se situó en el 11,5%, cuatro décimas por debajo del nivel registrado un año atrás. No obstante, las diferencias entre países son notables. Durante los últimos meses, la reducción de la tasa de paro ha sido especialmente significativa en los países de la periferia (con caídas de 2,3, 1,7 y 1,6 p. p. en Portugal, España e Irlanda, respectivamente). Esta mejora contrasta con el menor dinamismo del mercado laboral tanto en Francia como, sobre todo, en Italia, países en los que la tasa de desempleo ha aumentado cinco décimas en el último año. La ligera mejora de las expectativas de empleo por parte de las empresas industriales y de servicios en los primeros meses del 3T sugiere que esta senda de recuperación gradual del mercado laboral europeo se mantendrá, aunque, si los síntomas de debilidad económica persisten o se acentúan, también las expectativas de empleo se acabarán viendo afectadas.

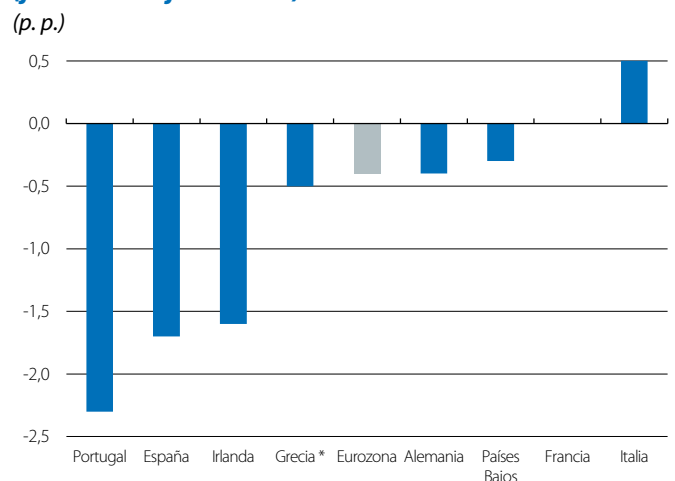
El bajo nivel de la inflación ejerce presión sobre el BCE. El contexto de debilidad se refleja en la evolución de los precios, que siguen manteniéndose en cotas inaceptablemente bajas. En el mes de agosto la tasa de inflación se situó en el 0,3%, una décima por debajo del registro de julio, aunque es preciso puntualizar que en los últimos meses los componentes más volátiles son los que están empujando al índice general a la baja. El IPC subyacente se mantiene más estable, alrededor del 1%. En cualquier caso, esta tendencia ha socavado significativamente las expectativas de inflación en el último mes, un dato que no ha pasado desapercibido al presidente del BCE. En sus declaraciones en la reunión anual de Jackson Hole, Mario Draghi fue especialmente contundente al señalar que la caída de las expectativas de inflación supone un claro riesgo para la estabilidad de precios. En este sentido, el mandatario europeo mostró una clara disposición a implementar medidas expansivas adicionales para asegurar el cumplimiento del mandato de la institución. Por otro lado, Draghi hizo un alegato insólito a favor de reconsiderar el papel de la política fiscal en la recuperación económica de la eurozona. La actuación del BCE en los próximos meses volverá a cobrar un gran protagonismo. Por

Eurozona: indicadores de consumo



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

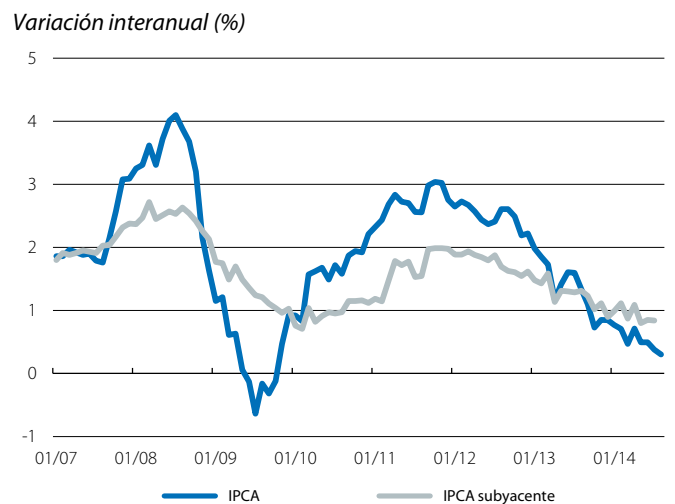
Variación de la tasa de paro (julio 2014 - julio 2013)



Nota: * Último dato mayo de 2014.

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

Eurozona: índice de precios al consumo armonizados



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

un lado, es imprescindible que siga insistiendo en que, si se acentúa el clima de debilidad, tomará medidas adicionales. En este sentido, debería ofrecer más detalles sobre el trabajo que se está llevando a cabo para reactivar el mercado de ABS. La política de comunicación de la institución (enfaticando el compromiso con la estabilidad de precios y la disponibilidad de instrumentos para usar si se requiere) será clave para mantener las expectativas de inflación ancladas.

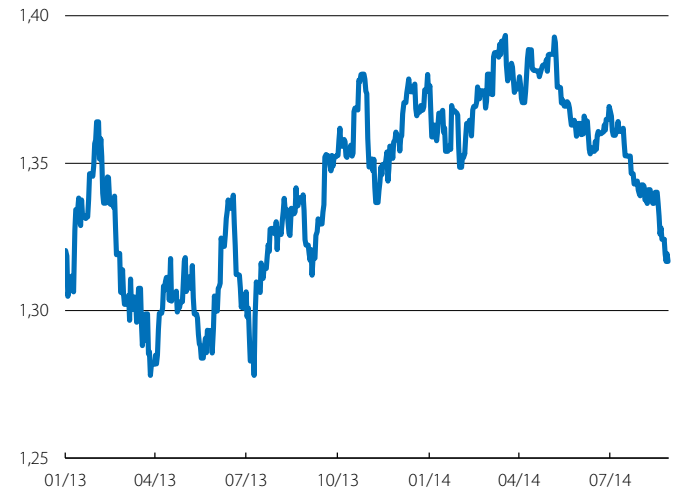
Al sector exterior le cuesta arrancar, tanto por el menor vigor de los principales países emergentes como por el repunte de los focos de tensión geopolítica. En este contexto, no sorprende que el avance de las exportaciones europeas durante el primer semestre del año haya sido modesto (0,9% interanual). Para la segunda mitad del año las perspectivas son más esperanzadoras, el mayor pulso de las principales economías emergentes y la depreciación del euro deberían ayudar. De todas formas, el aumento de los riesgos a la baja, especialmente ligados a los focos de tensión geopolítica, ha hecho disminuir la confianza en el sector exterior como punto de apoyo de la recuperación.

La ralentización de la actividad vuelve a fijar las miradas en la política fiscal. La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento supone un reto añadido para las políticas de consolidación fiscal que deben llevar a cabo los países europeos. De momento, el renovado discurso de Mario Draghi, subrayando la capacidad de actuación que todavía le queda al BCE, ha vuelto a actuar de amortiguador. La rentabilidad de la deuda soberana se ha reducido notablemente en los últimos meses, situándose en muchos casos en mínimos históricos. A modo de ejemplo, la rentabilidad de los títulos alemanes de deuda a diez años se situó en el 0,9%, 103 p. b. por debajo de la rentabilidad exigida a finales de 2013. En el caso de los títulos de España, Irlanda e Italia también observan reducciones significativas.

Los pasos hacia la unión bancaria avanzan de acuerdo con el calendario establecido. El 4T del año llega marcado por la publicación de los resultados de las pruebas de esfuerzo realizadas a las principales entidades europeas. Asimismo, el inicio en noviembre de la supervisión única de gran parte del sistema financiero por parte del BCE supone el inicio de una nueva etapa para la banca europea. Esto debe contribuir a la reducción de la fragmentación financiera. De hecho, los últimos datos de coste de financiación de las empresas muestran cierta reducción en países de la periferia europea como España e Italia. Además de esta normalización del sector bancario, se espera que las medidas de liquidez del BCE condicionadas a la concesión crediticia supongan un importante apoyo para la recuperación del sector.

Tipo de cambio euro-dólar

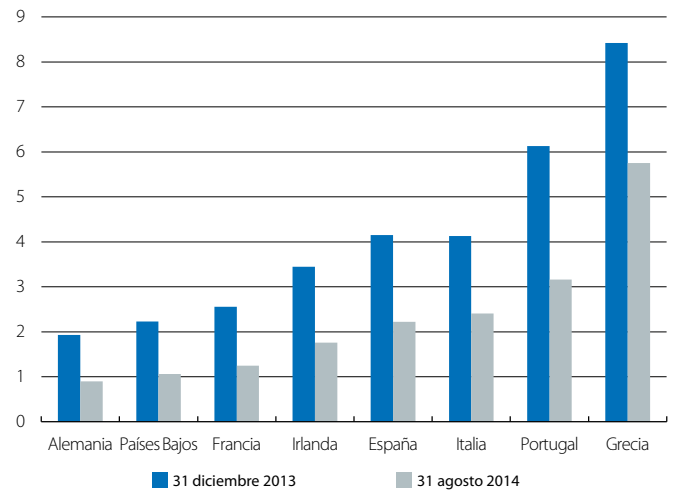
(Dólares por euro)



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

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años

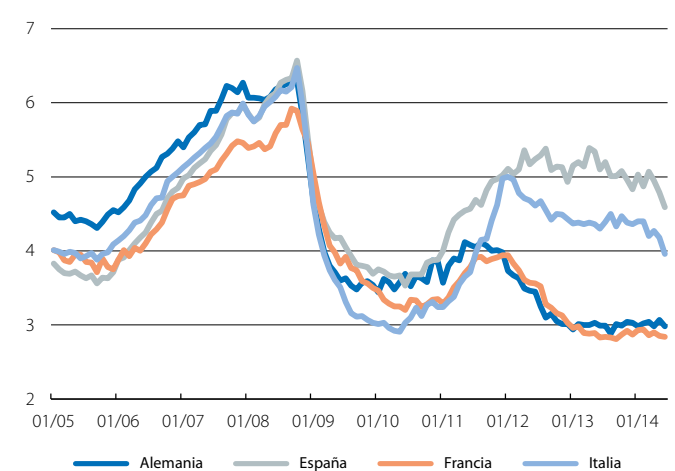
(%)



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

Costes de financiación para las empresas no financieras

Tipo de interés (%)



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