

## COYUNTURA · Continúa la recuperación en la eurozona, pero se agrava la crisis griega

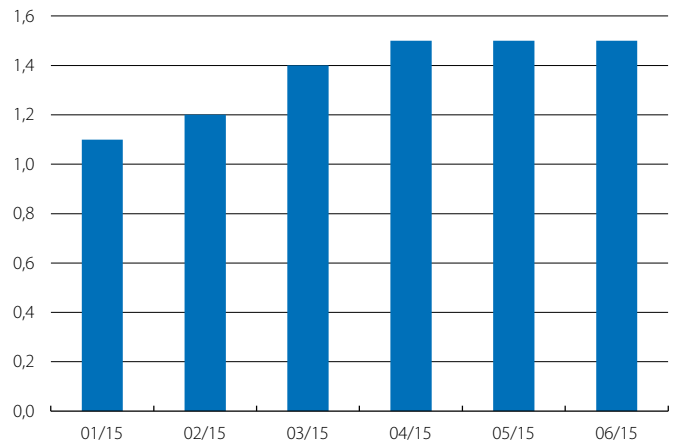
La situación macroeconómica está mejorando en todos los países de la eurozona, con la excepción de Grecia. La recuperación económica se ha ido afianzando en los primeros seis meses del año en el conjunto de la eurozona, apoyada sobre todo por el empuje de la demanda interna, que cuenta con unos vientos de cola favorables: el bajo precio del petróleo, la depreciación del euro y la mejora de las condiciones de financiación. Todo ello ha propiciado el fortalecimiento de las perspectivas económicas a corto plazo. Sin embargo, Grecia es la excepción a esta mejora generalizada. El nuevo episodio de incertidumbre política se ha traducido en un severo deterioro de las condiciones macroeconómicas y financieras del país heleno. De todas formas, a diferencia de lo ocurrido en 2012, el contagio al resto de la eurozona, y especialmente a los países de la periferia, está siendo muy limitado. Los factores que actúan de cortafuegos son múltiples: el compromiso del Banco Central Europeo (BCE) con la defensa del euro es ahora mucho más creíble que en 2012, como también lo es el de los principales países de la eurozona por seguir construyendo un marco institucional más robusto a nivel europeo. También están ayudando la menor exposición de la banca europea a los activos financieros griegos y la mejora del cuadro macroeconómico de los países de la periferia, por los esfuerzos de los últimos años en la reducción del déficit público y por la implementación de reformas estructurales que han reforzado su capacidad de crecimiento a largo plazo.

**La tragedia griega continúa.** El 30 de junio finalizó el segundo programa de rescate sin que se alcanzara un acuerdo entre Grecia y las instituciones para extender temporalmente el programa en vigor. En este contexto, el Gobierno griego decidió *in extremis* convocar un referéndum para que fuera la población griega quien decidiera si aceptaba o no las condiciones para extender el programa. Por tanto, el programa finalizó sin que se hiciera efectivo el último desembolso que todavía estaba pendiente, lo que dejó las finanzas públicas griegas en una situación límite y provocó que el Gobierno griego no efectuara el pago de la deuda que tenía pendiente con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Además, las dificultades de liquidez del sistema bancario heleno obligaron al ejecutivo de Alexis Tsipras a implementar medidas de control de capitales. Todo ello dibuja un escenario repleto de interrogantes. De momento, el repunte de la incertidumbre está teniendo nefastas consecuencias a nivel macroeconómico. Las perspectivas de crecimiento se han derrumbado y Grecia se enfrenta, de nuevo, a un futuro inmediato de profunda recesión.

Los presidentes de la Comisión Europea, el Eurogrupo, el Consejo Europeo, el BCE y el Parlamento Europeo han propuesto una hoja de ruta para profundizar en la construcción de la unión económica y monetaria (UEM). La crisis griega ha puesto de relieve, una vez más, la necesidad acuciante de completar el entramado institucional de la UEM. El informe plantea, en la primera fase, prevista entre julio de 2015 y junio de 2017, empen-

### Eurozona: evolución de la previsión de crecimiento del PIB para 2015

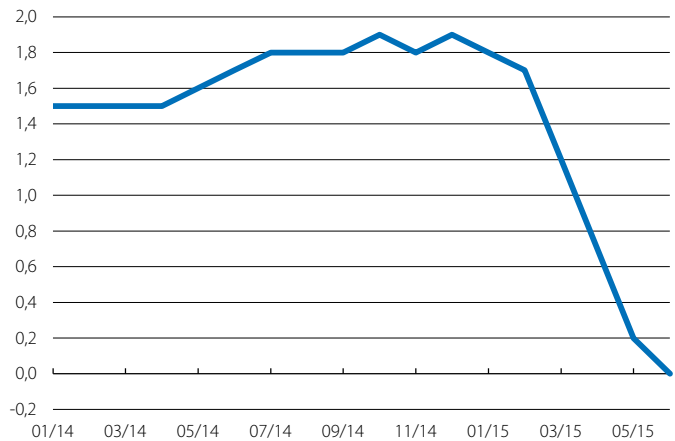
Variación interanual (%)



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

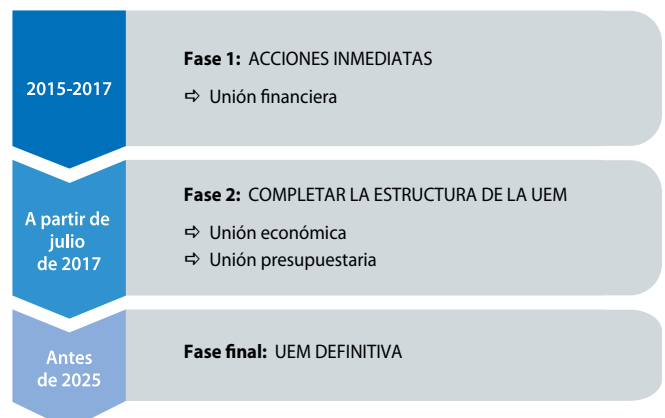
### Grecia: evolución de la previsión de crecimiento del PIB para 2015

Variación interanual (%)



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

### Informe de los cinco presidentes para la construcción de la unión económica y monetaria (UEM)



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

der las acciones que no requieren un cambio de los tratados europeos. En esta primera fase, el objetivo sería avanzar en aspectos que permitan una mayor integración económica y financiera. Por ejemplo, se plantea completar la unión bancaria con un fondo de garantía de depósitos común y un fondo de resolución único, y poner en marcha la unión del mercado de capitales. En la segunda etapa, a partir de julio 2017, se completaría la estructura institucional de la UEM para lograr una convergencia real duradera. Para ello, se pretende establecer instituciones que permitan hacer frente a *shocks* macroeconómicos con mayores garantías. Al finalizar el proceso, se alcanzaría una UEM con un sistema de instituciones comunes, que tomarían decisiones de manera colectiva en asuntos de política económica y presupuestaria.

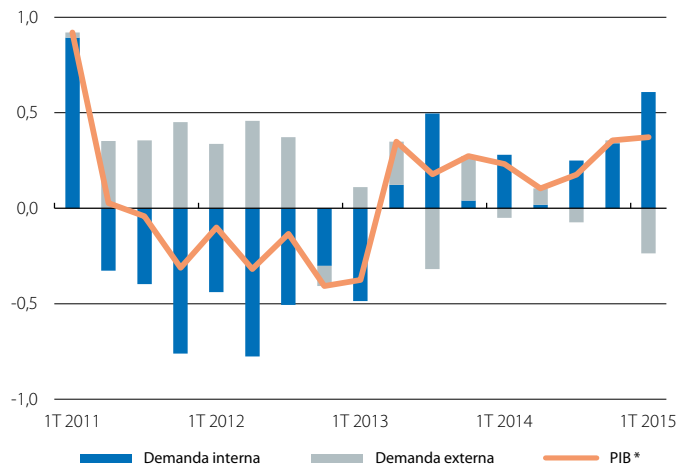
**La composición del PIB del 1T muestra que la recuperación va ganando solidez.** El crecimiento de la eurozona aumentó hasta el 0,4% intertrimestral en el 1T (1,0% interanual), apoyado, sobre todo, por la contribución de la demanda interna (0,6 p. p.). El aumento del consumo público (1,1%) y del consumo privado (1,7%), así como de la inversión (0,8%), muestra cómo la demanda interna está siendo el principal sostén de la recuperación. El sector exterior contribuyó negativamente (-0,2 p. p.), debido a un incremento de las exportaciones menor que el de las importaciones, aunque debería mejorar su contribución a lo largo de 2015 y 2016, favorecido por la depreciación del euro.

**La recuperación económica se extiende por casi toda la eurozona.** La mejora del índice de actividad PMI compuesto se aceleró y en junio alcanzó su mayor nivel en cuatro años, cerrando un 2T más expansivo que el 1T. La consolidación de la recuperación está siendo, además, más generalizada tanto por sectores como por países. Así, se registraron subidas en las manufacturas y, en especial medida, en los servicios, apoyados estos últimos por la fortaleza de la demanda interna. Por países, destaca la aceleración de la actividad en Francia, que registró su mayor expansión del índice PMI compuesto desde el 3T 2011, lo que augura un buen ritmo de crecimiento del PIB en el 2T. El índice de actividad en Alemania, aunque superior al de Francia, fue menor en el 2T que en el trimestre anterior. En el resto de eurozona, el ritmo de avance fue mayor que en los dos países del centro, registrándose el índice más alto en ocho años.

**La evolución positiva del mercado laboral en la eurozona continúa, aunque es dispar entre países.** El crecimiento del empleo en la eurozona fue del 0,8% interanual en el 2T y las expectativas de creación de empleo apuntan a que la mejora se extenderá al próximo trimestre, especialmente en el sector servicios. Aunque parten de niveles distintos, la mejora de la creación de empleo fue muy marcada en España (2,9%), pero fue más modesta en Italia (0,3%) y en Francia (0,0%). Justamente, el Gobierno galo ha aprobado una reforma del mercado laboral para las pymes dentro de la llamada «Ley Macron» para incentivar la contratación de trabajadores. La reforma reduce la indemnización por despido improcedente en las pymes (tanto para las empresas con menos de 20 trabajadores como para aquellas con más de 20 y menos de 299). La reforma ataca, así, tímidamente, el problema de la dualidad del mercado de trabajo, reduciendo lige-

**Eurozona: PIB**

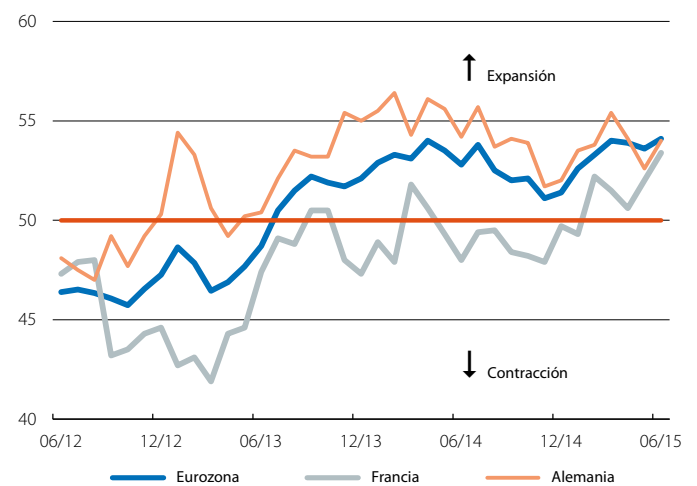
Contribución al crecimiento intertrimestral del PIB (p. p.)



Nota: \* Variación intertrimestral (%).  
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto**

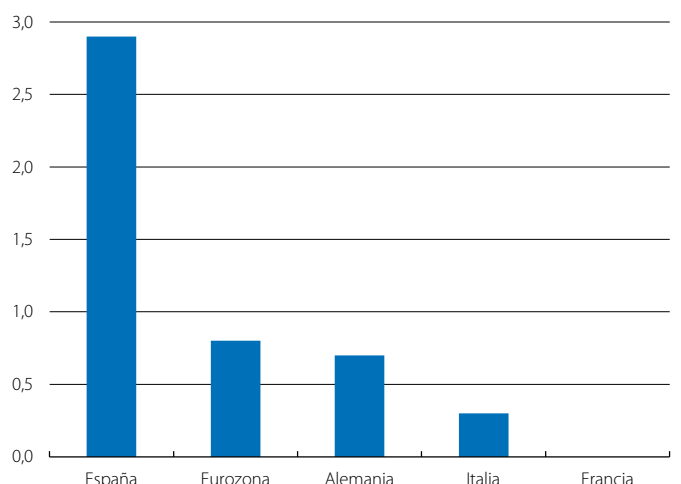
Nivel



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

**Ocupación en el 1T 2015**

Variación interanual (%)



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

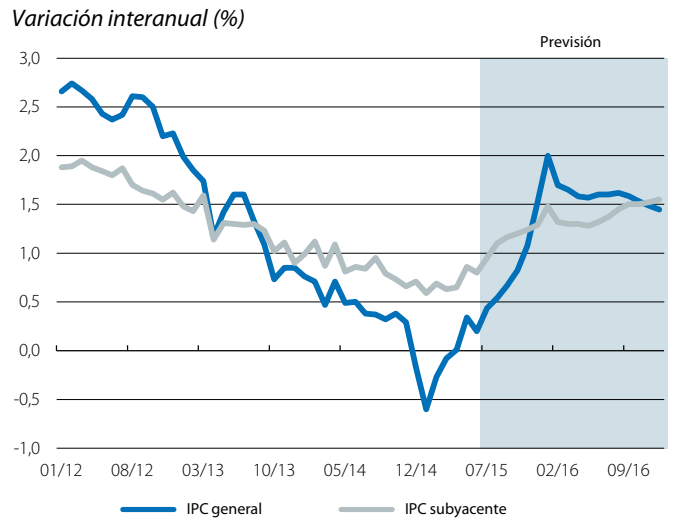
ramente las indemnizaciones de despido y haciendo más predecible el montante final de la indemnización. Asimismo, la reforma retrasa las obligaciones regulatorias que tienen que cumplir las empresas, derivadas del aumento de su tamaño, con lo que se eliminan los obstáculos para aumentar las plantillas.

**La inflación sigue recuperándose a pesar de un leve retroceso en junio.** La variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona se situó en el 0,2% en junio, una décima por debajo del nivel del mes anterior, en parte debido al descenso del componente energético. A pesar de esta bajada, esperamos que la inflación siga creciendo en la eurozona en los próximos meses y se sitúe por encima del 1,5% a finales de año. La subida del precio del petróleo, el encarecimiento de las importaciones por la depreciación del euro, y la consolidación de la demanda interna deberían ayudar a que así fuera. Por países, sorprendió el retroceso de la inflación alemana (desde el 0,7% hasta el 0,1%), como consecuencia, sin embargo, de factores temporales como el aumento de los precios del ocio y del turismo en mayo. No esperamos que este retroceso tenga recorrido, dada la buena marcha de la economía alemana y, en especial, de su mercado de trabajo, con fuertes incrementos salariales previstos para 2015.

**El sector exterior gana impulso.** La depreciación del euro está ayudando al sector exportador de la eurozona. Muestra de su dinamismo es el incremento del 6,8% interanual en abril de las exportaciones de bienes de la eurozona al resto del mundo, continuando las mejoras registradas en los meses anteriores. Por su parte, las importaciones aumentaron en menor medida (2,5% interanual), en parte debido a la menor factura energética. Así, el saldo de la balanza comercial entre enero y abril se situó un 69% por encima del registro alcanzado un año antes. Prevedemos que la moderación de los precios energéticos y la continuación de la depreciación del euro, en particular cuando empiecen a subir los tipos de interés de la Reserva Federal, sigan apoyando al sector exportador.

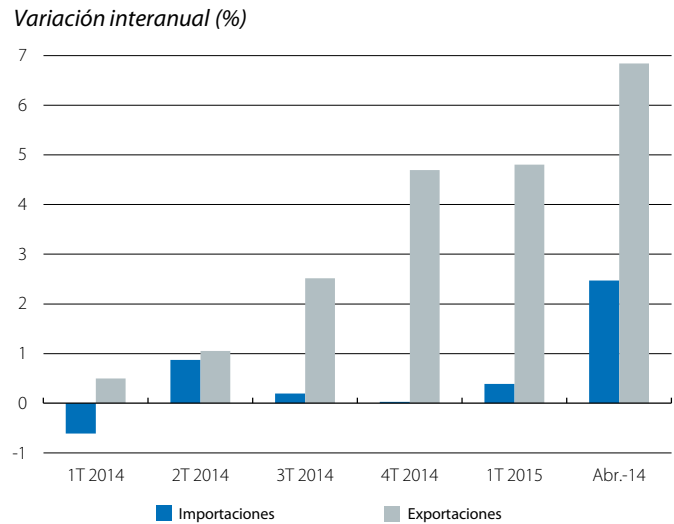
**La mejora económica llega a las empresas, aunque no a todas por igual.** Durante octubre de 2014 y marzo de 2015, el porcentaje neto de empresas que experimentó un aumento de los beneficios fue del 15% para las empresas grandes y del 6% para las medianas, mientras que las pequeñas empresas y las microempresas aún sufrieron una reducción de los beneficios (del 5% y del 21%, respectivamente), según la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas de la eurozona (SAFE, por sus siglas en inglés). Ello fue debido a que aumentó la facturación empresarial a la vez que se estabilizaban los costes laborales y se reducían otros costes empresariales, entre ellos los financieros. Asimismo, mejoró la disponibilidad de financiación externa de las empresas, en particular entre las grandes. Un mayor porcentaje de estas últimas experimentó aumentos netos en la disponibilidad de financiación (tanto de créditos como de descubiertos bancarios), aunque también las pequeñas y medianas empresas percibieron mejoras. Las mayores facilidades de crédito para las empresas muestran cómo la recuperación se está trasladando a la economía real. Por países, cabe destacar el aumento del porcentaje neto de empresas que señalan un incremento de la disponibilidad de crédito empresarial en Alemania (14%) y sobre todo en España (30% frente al 11% del semestre anterior).

**Eurozona: IPC armonizado**



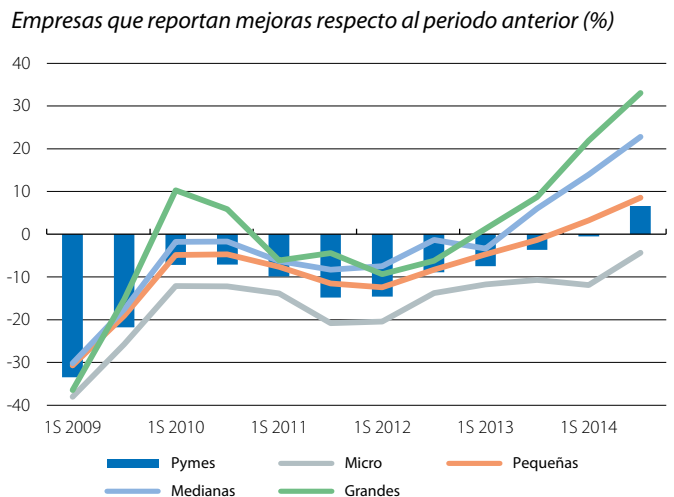
Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos de Eurostat.

**Eurozona: saldo de bienes**



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

**Eurozona: acceso de las empresas a la financiación externa**



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