

COYUNTURA · El crecimiento en la eurozona gana firmeza

Prosigue la buena marcha de la economía europea, a pesar de la incertidumbre. El crecimiento en la eurozona ha resistido bien los episodios de inestabilidad financiera y los acontecimientos políticos ocurridos en 2016. Muestra de ello es la mejora generalizada de los indicadores de actividad de estos últimos meses, que ya se está traduciendo en una revisión al alza de las previsiones de crecimiento. CaixaBank Research lo sitúa en el 1,7% en 2017, 0,2 p. p. por encima de la previsión del mes anterior. También la Comisión Europea lo ha revisado ligeramente al alza, hasta el 1,6%. No obstante, la incertidumbre que rodea el escenario de previsiones sigue siendo elevada, especialmente por el riesgo político (negociaciones del *brexit* y las citas electorales en los Países Bajos, Francia, Alemania e Italia). A estos riesgos internos se suman los que provienen de EE. UU. (la incertidumbre que rodea al impulso fiscal anunciado por la Administración Trump, los posibles cambios en la política comercial y la normalización monetaria de la Fed). Con todo, la recuperación de la eurozona puede ganar tracción si estos riesgos se resuelven de manera favorable.

La recuperación económica se ha extendido a un mayor número de países. Eurostat confirmó que el ritmo de crecimiento del PIB de la eurozona en el 4T fue del 0,4% intertrimestral, el mismo que en el trimestre anterior. Con este dato, el crecimiento del PIB para el conjunto de 2016 se situó en el 1,7%. Por países, destaca en positivo el fuerte avance de España (0,7% intertrimestral, el mismo registro que en el 3T) y Portugal (0,6%, 5 décimas por encima del promedio del 1T al 3T). Por su parte, Francia y Alemania crecieron un 0,4% intertrimestral en el 4T, un registro 2 y 3 décimas superior al del trimestre anterior, respectivamente. Por el contrario, Italia siguió mostrando un ritmo de crecimiento débil (del 0,2% intertrimestral). Para los próximos trimestres, esperamos que el crecimiento en el conjunto de la eurozona se mantenga en un ritmo similar, entre el 0,4% y el 0,5% intertrimestral.

Los países de la Europa emergente continúan creciendo, pero de forma desigual. Los datos del PIB del 4T muestran que los países de la región mantienen un ritmo de crecimiento elevado, y en la mayoría de casos superior al del 3T. Por países, continúa destacando el crecimiento de Rumanía y Eslovaquia, por encima del 4,5% y del 3,0% interanual, respectivamente. También destacó en positivo el crecimiento de Polonia, con un avance del 3,1% interanual (2,1% en el trimestre anterior). Por otro lado, Hungría y la República Checa decepcionaron con un crecimiento menor de lo esperado. Para 2017, se espera que la mayoría de estos países mantengan una tasa de crecimiento cercana al 3%, dado el buen tono de la actividad en la eurozona (su principal mercado) y el mayor vigor de la demanda interna.

La actividad en la eurozona muestra un tono sólido en el 1T. Así lo refleja el índice compuesto PMI, que se mantiene cómodamente en zona expansiva (por encima de los 50 puntos) y en

Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

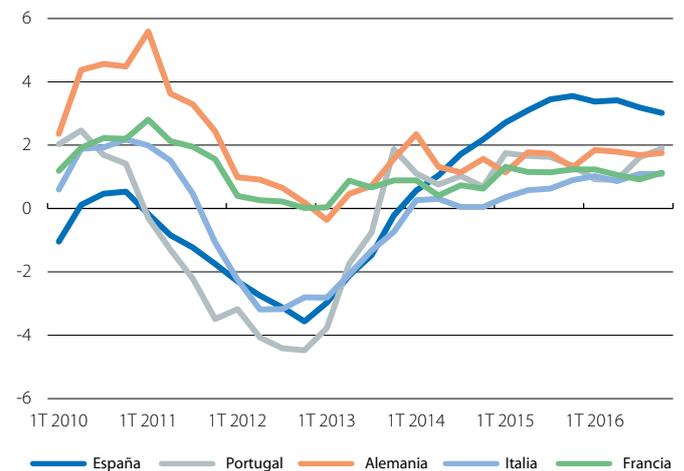
Variación anual (%)

| | Previsión | | | Variación respecto a la previsión otoño 2016 | |
|----------|-----------|------|------|--|-------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2017 | 2018 |
| Eurozona | 1,7 | 1,6 | 1,8 | ▲ 0,1 | ▲ 0,1 |
| Alemania | 1,9 | 1,6 | 1,8 | ▲ 0,1 | ▲ 0,1 |
| Francia | 1,2 | 1,4 | 1,7 | = | = |
| Italia | 0,9 | 0,9 | 1,1 | = | ▲ 0,1 |
| España | 3,2 | 2,3 | 2,1 | = | = |
| Portugal | 1,3 | 1,6 | 1,5 | ▲ 0,4 | ▲ 0,1 |

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Winter 2017).

PIB

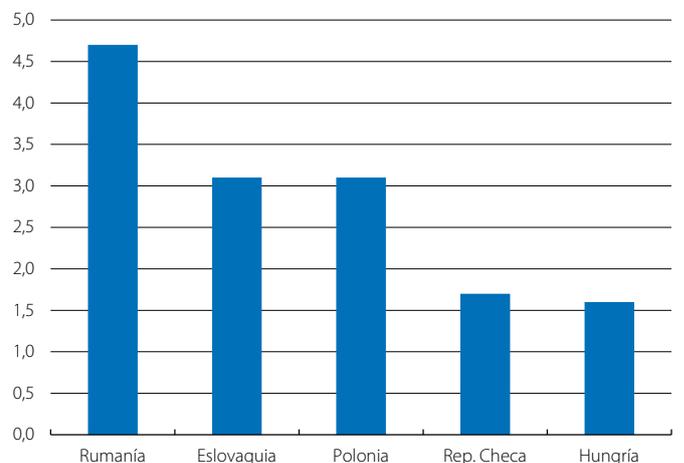
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Thomson Reuters Datastream.

Europa emergente: PIB del 4T 2016

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

febrero aumentó hasta los 56 puntos, el nivel más alto desde abril de 2011. Por su parte, el índice de sentimiento económico (ESI) aumentó ligeramente hasta los 108 puntos en febrero. Por países, Francia lideró el incremento del índice compuesto PMI, con un registro de 56,2 puntos (54,1 en enero), mientras que en Alemania el índice alcanzó los 56,1 puntos (54,8 en el mes anterior) por primera vez desde 2014 y el indicador de sentimiento empresarial IFO volvió a alcanzar el nivel máximo de los últimos tres años. Estos registros apuntan a una cierta aceleración del ritmo de crecimiento en la eurozona en el primer trimestre de 2017.

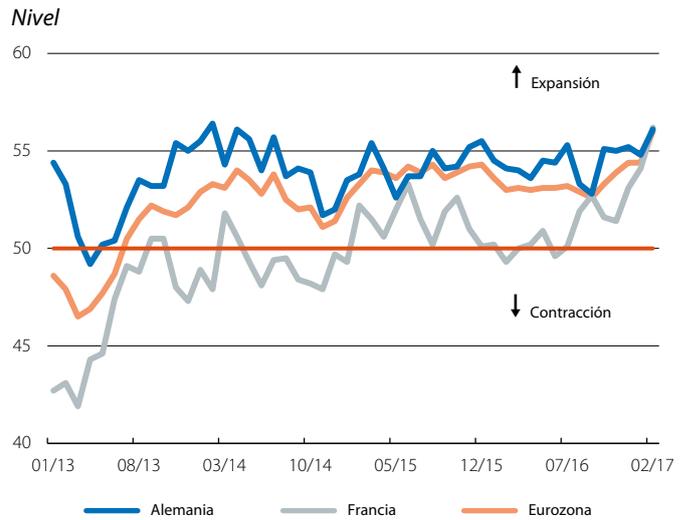
El consumo privado sigue empujando la recuperación. Las ventas minoristas aumentaron un 1,4% interanual en diciembre y cerraron el 4T 2016 con un crecimiento del 2,3%. Este avance, por encima del observado en el 3T (1,5%), sigue situando al consumo privado como uno de los principales apoyos de la recuperación económica de la eurozona. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona se situó en los -6,2 puntos, un registro algo inferior al de enero (-4,9) pero muy por encima del nivel promedio de 2016 (-7,7). En los próximos meses, se espera que el buen tono del consumo de los hogares continúe, apoyado en la mejora del mercado laboral y los bajos tipos de interés, y que contribuya al avance de la inflación subyacente.

La inflación en la eurozona consolida su avance. Eurostat confirmó que la inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), fue del 1,8% en enero, 7 décimas por encima del dato de diciembre, debido a una mayor contribución del componente energético y de alimentos no procesados. Por otro lado, se confirmó que la inflación subyacente en enero se mantuvo en el 0,9%. En los próximos meses, esperamos que la inflación general continúe su tendencia al alza, debido al mayor precio del petróleo, y que la inflación subyacente se recupere paulatinamente con el avance de la actividad y las mejoras en el mercado laboral. En este sentido, destaca en positivo la recuperación de las expectativas de inflación desde mediados de 2016, que reflejan la notable reducción del riesgo de deflación en la eurozona.

El superávit por cuenta corriente de la eurozona alcanza máximos históricos. El superávit de la balanza por cuenta corriente de la eurozona (acumulado de 12 meses) alcanzó los 364.700 millones de euros en diciembre, un registro equivalente al 3,4% del PIB y superior a los 319.400 millones de euros de diciembre de 2015. El aumento se debió, en buena parte, a un mayor superávit en el saldo de bienes (372.200 millones de euros, equivalente al 3,5% del PIB), impulsado por la depreciación del euro. Para los próximos trimestres, esperamos que el superávit externo disminuya gradualmente con la continuación de la recuperación de la eurozona y el mayor precio del petróleo.

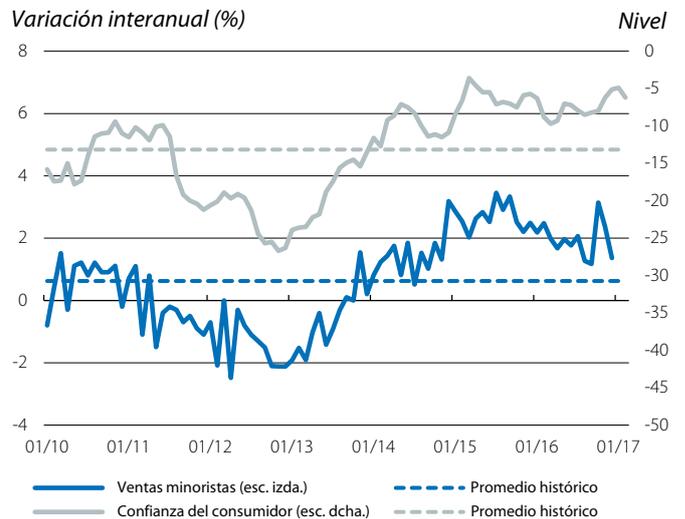
La recuperación griega no avanza y la saga del rescate abre un nuevo capítulo. La economía helena volvió a crecer en 2016, después del retroceso de 2015. No obstante, el creci-

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Expectativas de inflación: eurozona *



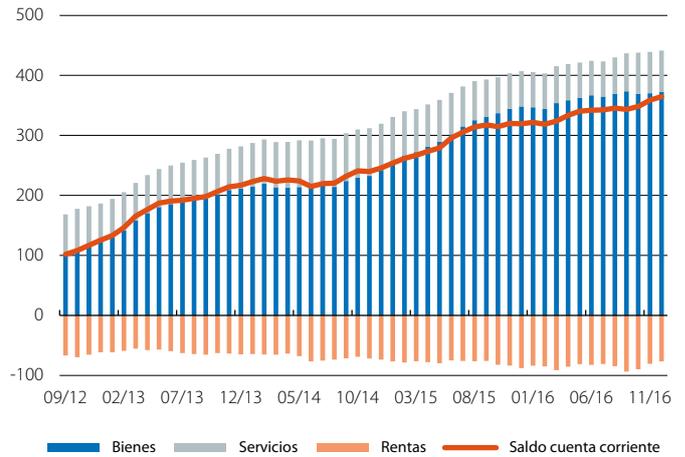
Nota: * Swaps de inflación, expectativas a cinco años dentro de cinco años. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

miento se mantiene débil (0,3% en 2016), y el PIB todavía se sitúa un 26% por debajo del nivel precrisis. Por otro lado, aún no se ha llegado a un acuerdo para el desembolso de los próximos pagos previstos en el tercer programa de rescate (aprobado en verano de 2015). Un primer paso en esta dirección ha sido la decisión de que las distintas instituciones implicadas (Comisión Europea, BCE, FMI y MEDE) vuelvan a Atenas para negociar un paquete adicional de reformas estructurales centrado en mejorar el sistema impositivo, la regulación del mercado laboral y las pensiones. En este sentido, la correcta implementación de las reformas que se acuerden será fundamental para aumentar el crecimiento de la economía griega y asegurar la sostenibilidad de la deuda pública.

Mejoran las perspectivas económicas en Portugal. La economía portuguesa creció a un ritmo superior al esperado por el conjunto de analistas en el 4T 2016 (2,0% interanual, frente al 1,6% previsto), apoyada en el buen tono de la demanda interna, especialmente la inversión, y de las exportaciones. Con ello, el crecimiento para el conjunto de 2016 se situó en el 1,4%. En los próximos trimestres, se espera que la economía siga avanzando a un ritmo parecido. Así lo reflejan las previsiones del consenso de analistas, que apuntan a un crecimiento del 1,5% en 2017 y del 1,4% en 2018 (igual que el escenario de CaixaBank Research). Con todo, los costes de financiación del país luso se mantienen elevados. Por un lado, ello es debido a la preocupación de los inversores sobre la situación de la banca y de las finanzas públicas. A estos riesgos idiosincráticos se ha sumado, recientemente, la incertidumbre política que acecha el conjunto de la eurozona, pero que esperamos que se disipe a lo largo de 2017. En relación con la situación de la banca, en los últimos meses se han hecho considerables avances para que se disipe la incertidumbre sobre la situación del sector, lo que ayudará a que la prima de riesgo inicie una tendencia a la baja. En lo que a la situación de las finanzas públicas se refiere, todo apunta a que el déficit presupuestario en 2016 se habrá situado por debajo del 3% del PIB, por lo que Portugal saldrá del procedimiento de déficit excesivo que tiene abierto con la Comisión Europea. De hecho, la Comisión ya ha revisado a la baja sus previsiones de déficit público para 2016 del 2,7% del PIB hasta el 2,3%. No obstante, el nivel de deuda pública se mantiene elevado (alrededor del 130% del PIB), por lo que Portugal no puede bajar la guardia.

Eurozona: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Nota: Serie desestacionalizada.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Grecia: saldo primario, intereses y deuda pública

(% del PIB) (% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO.

Portugal: rentabilidad de la deuda pública a 10 años

(%) (p. b.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.