

COYUNTURA · Avance sostenido, pero a un ritmo moderado

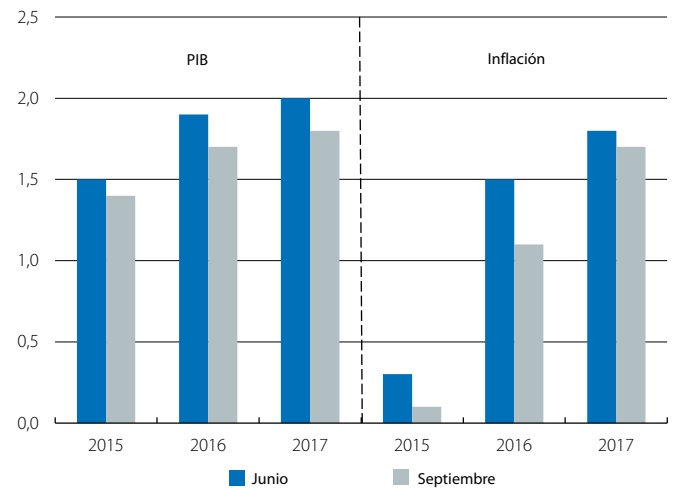
La recuperación de la eurozona sigue afianzándose, aunque sin acelerarse. La segunda revisión del PIB aumentó en 1 décima el crecimiento en los dos primeros trimestres del año. De esta forma, el PIB registró un avance del 0,4% intertrimestral en el 2T (0,5% en el 1T). De cara a los próximos meses, preveemos que la recuperación continuará a un ritmo similar que en el 2T, lo que situará el crecimiento del PIB en el 1,5% y el 1,8% anual para 2015 y 2016, respectivamente. Nuestro escenario actual de crecimiento para la eurozona es muy similar al contemplado por el BCE, que en septiembre revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento con respecto a las de hace tres meses, hasta el 1,4% en 2015 y el 1,7% en 2016. Tanto nuestras previsiones como las del BCE reflejan que, pese a la desaceleración de los emergentes, el proceso de recuperación continuará su camino. Asimismo, la institución prevé que el incremento gradual de la inflación será algo menor, a causa del descenso del precio del petróleo. Por lo que respecta a la incertidumbre generada en los últimos meses por la situación en Grecia, los resultados de las recientes elecciones al Parlamento generan cierto optimismo. Así, la amplia victoria de Syriza, con el mandato de implementar el tercer programa de rescate, debería facilitar el éxito del mismo y reducir este foco de inestabilidad.

El desglose del PIB del 2T muestra una aportación casi nula de la demanda interna al crecimiento. En concreto, su contribución fue de 0,03 p. p. como consecuencia del descenso de la inversión y las existencias, ya que el consumo privado de los hogares se mantuvo bastante robusto. Por tanto, en el 2T la demanda exterior fue la mayor contribuidora (con 0,3 p. p.), apoyada por el buen comportamiento de las exportaciones. De cara a los próximos meses, los indicadores avanzados del consumo y la inversión muestran que la demanda interna volverá a tomar impulso.

Ligera mejora de la actividad económica en el 3T. Esta buena marcha de la economía de la eurozona puede observarse en el índice de actividad PMI compuesto, que sigue en una cómoda zona expansiva pese a la desaceleración de septiembre (de 4 décimas, hasta los 53,9 puntos). En el conjunto del 3T, el índice aceleró levemente su ritmo expansivo hasta los 54,0 puntos, frente a los 53,9 del 2T. Por países, el mensaje debe matizarse. Por un lado, el índice alemán mostró una cierta mejora en el 3T con respecto al trimestre anterior. Ofrece la misma lectura el IFO alemán (índice de actividad empresarial), cuyo promedio de julio a septiembre (de 108,3 puntos) fue 1 décima mayor que el de abril a junio. Por otro lado, preocupa la ralentización en el 3T del PMI francés, que partía de unos niveles ya de por sí algo contenidos. Otros indicadores de actividad también muestran que la recuperación de la eurozona tiene visos de mantenerse a un ritmo similar al del 2T. Así, la producción industrial siguió en una senda alcista, con un aumento del 1,2% interanual en julio (en términos desestacionalizados). Destaca el fuerte incremento registrado en España, Italia y Portugal, del 5,0%, 2,4% y 1,3%,

Eurozona: previsiones de PIB e inflación del BCE

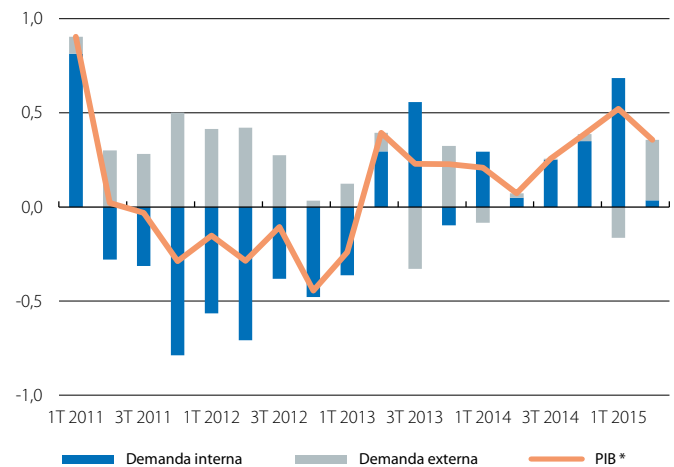
Variación anual (%)



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

Eurozona: PIB

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

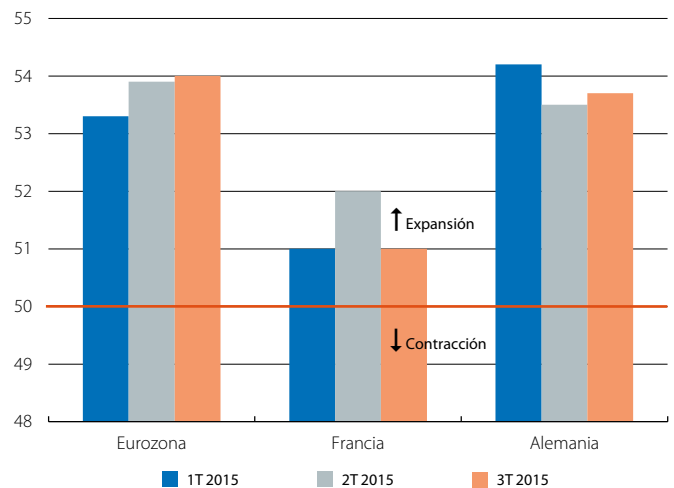


Nota: * Variación intertrimestral (%).

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

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

respectivamente, lo que reafirma que la actividad de la periferia, a excepción de Grecia, conserva el buen tono. En cambio, el registro de Francia fue negativo, con una caída del 1,1% interanual en julio, lo que, de seguir así, apunta a que la inversión gala tendrá un mal comportamiento en el 3T.

El Gobierno francés presenta los Presupuestos Generales del Estado de 2016. La reducción prevista del déficit, del 3,8% este año al 3,3% el próximo, se sustenta en un cuadro macroeconómico factible, que contempla un crecimiento moderado del PIB (del 1,0% en 2015 y del 1,5% en 2016) y también de la inflación, (del 0,1% y del 1,0%, respectivamente), en consonancia con nuestras previsiones. El recorte del gasto presupuestado, de 16.000 millones de euros, parece ambicioso *a priori*, sobre todo tras las medidas anunciadas, que contemplan ayudas al sector agrario o un aumento del número de funcionarios (en particular en defensa). Según el escenario del Gobierno francés, la deuda crecerá hasta el 96,5% en 2016, 2 décimas más que en 2015. Las finanzas públicas, sin embargo, no mejorarán sin un mayor afianzamiento económico y una mayor recuperación de la competitividad perdida por parte de la economía gala. El Gobierno parece consciente de ello y ha anunciado para el próximo ejercicio reformas en ámbitos clave como el mercado laboral, aunque todavía no haya precisado su alcance.

En el conjunto de la eurozona, el consumo sigue siendo robusto en el 3T, apoyado por la recuperación gradual del mercado laboral. Las ventas minoristas mostraron un notable ritmo de avance en julio, del 2,7% interanual (2,2% en el 2T). Asimismo, el índice de confianza del consumidor de la eurozona, si bien cayó levemente en el 3T, todavía se sitúa en niveles considerables. El mejor comportamiento del empleo está ayudando a la recuperación del consumo. Efectivamente, los datos registran una ligera aceleración del ritmo de crecimiento de la ocupación en la eurozona, con una subida del 0,3% intertrimestral en el 2T 2015 (0,2% en el 1T). Además, la tasa de desempleo de la eurozona se situó en el 11,0% en agosto, 0,5 p. p. por debajo del registro del mismo mes del año anterior. De cara al segundo semestre, las expectativas de creación de empleo que recoge la Comisión Europea sugieren que la buena marcha del mercado laboral continuará, sobre todo en el sector de servicios. Si se acaba materializando, la mejora de las expectativas de contratación contribuirá a estimular el consumo de los hogares.

La periferia recupera, a través de los salarios, parte de la competitividad perdida. El aumento de los costes salariales en la eurozona, del 1,9% interanual en el 2T, se aceleró ligeramente con respecto al mismo trimestre del año anterior (1,5%). No obstante, este dato enmascara una evolución muy distinta entre países. En Alemania, donde los niveles de paro son mínimos, se observan incrementos salariales significativos (del 3,3% interanual en el 2T). En cambio, los aumentos son mucho más contenidos en Italia y España, del 0,0% y el 0,7%, respectivamente. Además, los incrementos salariales registrados en los últimos meses, sobre todo en Alemania, han sido mayores que las subidas de precios, lo que ha permitido que los trabajadores ganaran poder adquisitivo y aumentaran su capacidad de consumo.

Francia: indicadores de actividad

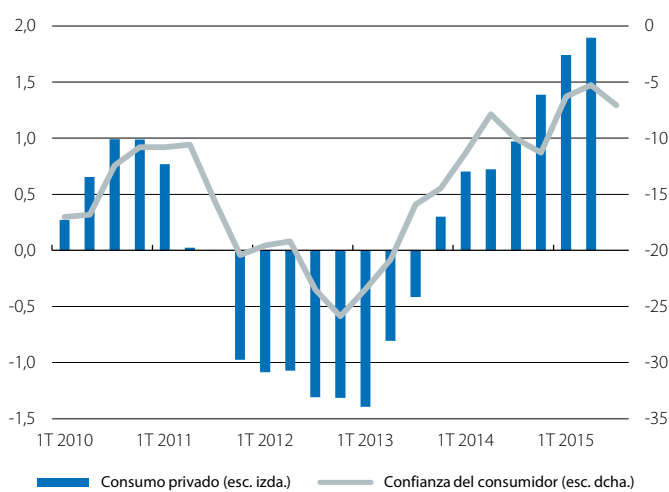
Variación interanual (%)

	Último dato
PIB	1,1
Producción industrial	-0,8
Ventas minoristas	4,0
PMI compuesto (puntos)	51,4
Exportaciones	8,0
Importaciones	1,5
Tasa de paro	10,8
Precios al consumo	0,1

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

Eurozona: indicadores de consumo

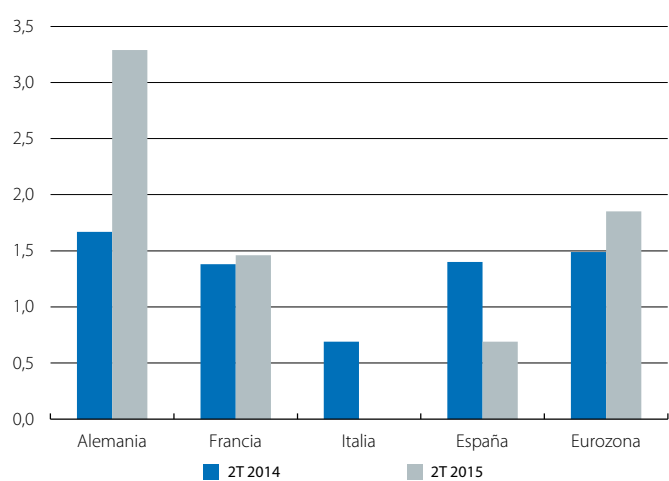
Variación interanual (%)



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

Eurozona: costes salariales por hora *

Variación interanual (%)



Nota: * Datos desestacionalizados.

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

La inflación sorprende a la baja y vuelve a valores negativos.

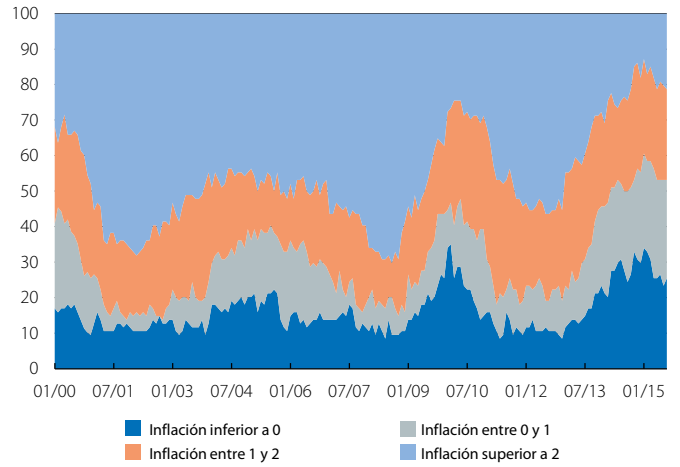
En septiembre, la variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona cayó 2 décimas y se situó en el -0,1%, después de cinco meses seguidos en positivo. Este descenso responde a la importante reducción del componente energético (del 8,9%), algo mayor de lo esperado. En cambio, la inflación subyacente permaneció estancada en un nivel moderado (0,9%). La distribución de los bienes del IPCA en función del nivel de inflación ayuda a valorar si la baja inflación es un hecho generalizado o si se debe principalmente a la caída del precio de algún componente específico como la energía. Este desglose muestra que el peso de los bienes cuya inflación es negativa se ha reducido en los últimos meses, lo que indica que son menos los bienes en esta situación y que, por tanto, el petróleo es el mayor responsable del bajo nivel de inflación. De cara a finales del año, no obstante, la inflación debería recuperarse, ya que se evaporará el efecto base de la intensa caída del precio del petróleo iniciada a finales del 2014. Asimismo, la inflación subyacente debería seguir su senda ascendente por el mayor impulso de la demanda interna y el encarecimiento de las importaciones a causa de la depreciación del euro.

El sector exterior sigue siendo un apoyo importante al crecimiento económico. La depreciación del euro de los últimos trimestres ha estado contribuyendo a mejorar la relación competitividad-precio de los productos de la eurozona, lo que favoreció las ventas al exterior. En efecto, las exportaciones de bienes de la eurozona al resto del mundo aumentaron a buen ritmo y alcanzaron un 6,8% interanual en julio (7,7% en el 2T), mientras que las importaciones crecieron a un ritmo muy inferior (1,3%). De esta forma, la balanza comercial alcanzó los 31.400 millones de euros en julio, lo que supone un importante avance respecto al mismo periodo del pasado año (21.200 millones). Este superávit de la cuenta de bienes facilita que la balanza por cuenta corriente de la eurozona mantenga una buena tónica. En el futuro, esperamos que la contribución del sector exterior al avance del PIB siga siendo positiva. Sin embargo, será clave que el impacto de la desaceleración de las principales economías emergentes acabe teniendo un alcance moderado y temporal, tal y como prevemos.

Continúa la reducción del diferencial de los costes de financiación de las empresas entre países. Las medidas de política monetaria del BCE han contribuido a mejorar la confianza en la recuperación generalizada de la eurozona, lo que se ha materializado en un descenso de las divergencias entre países en los tipos de interés aplicados a los préstamos bancarios para las empresas no financieras. Así, en España e Italia, dichos costes se situaron en julio en el 3,3% y el 2,9%, respectivamente, frente al 4,6% y el 4,0% del mismo mes del año anterior. En cambio, en Alemania la caída fue menor y se situó en el 2,6%. Los bajos costes de financiación están respaldando el aumento gradual del crédito en la eurozona. En concreto, según datos del BCE, el crecimiento interanual de los préstamos al sector privado se aceleró hasta el 1,4% en julio (frente al 0,9% del 2T). Pese a esta mejora, el volumen del crédito continúa en niveles históricamente bajos, pero deberá ir aumentando a la par que la recuperación económica y las mejores condiciones de financiación.

Eurozona: distribución de los bienes del IPCA en función del nivel de inflación

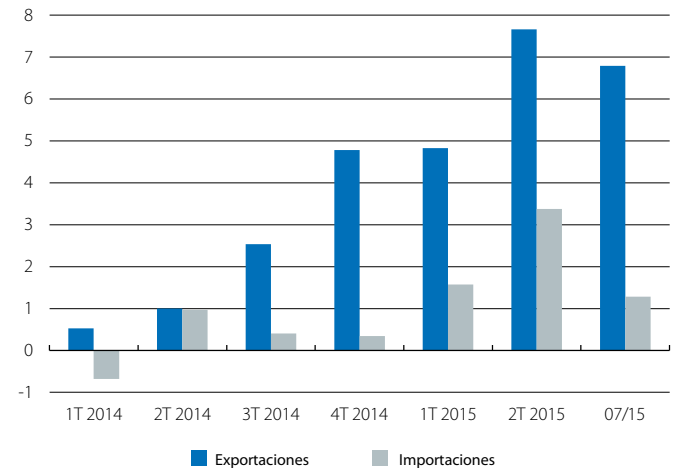
Peso de cada grupo (% del total)



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

Eurozona: balanza de bienes *

Variación interanual (%)

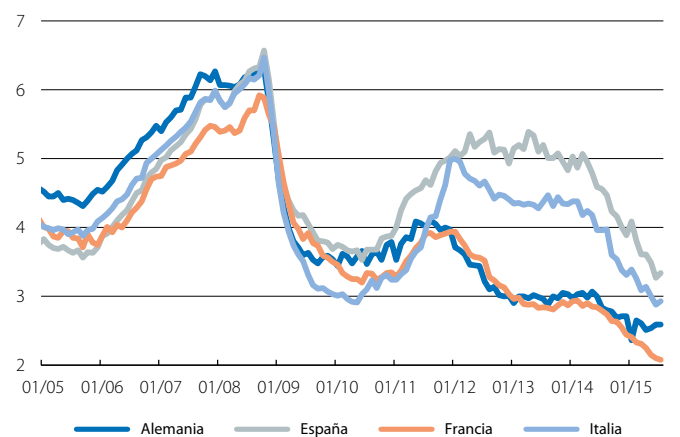


Nota: * Datos nominales y desestacionalizados.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

Costes de financiación para las empresas no financieras *

(%)



Nota: * Tipo de interés de préstamos hasta 1 millón de euros.

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