

COYUNTURA · El ritmo de avance no frena en la eurozona

La recuperación de la eurozona prosigue sin grandes cambios. A juzgar por la evolución de los indicadores de actividad, el ritmo de crecimiento está siendo constante en la segunda mitad de 2015. Una muestra de ello es que el FMI mantuviera prácticamente intactas sus previsiones de crecimiento para la región (del 1,5% en 2015 y del 1,6% en 2016). La recuperación continúa, por tanto, apoyada por el bajo precio del petróleo, la depreciación del euro y la política monetaria acomodaticia. A corto plazo, la capacidad de crecimiento de la eurozona podría verse afectada por una desaceleración de las economías emergentes mayor de la prevista, aunque, si llegara a ocurrir, podría compensarse con medidas de política monetaria expansiva. Sin embargo, esto no debería ser un remedio a medio y largo plazo: sigue siendo necesaria la implementación de reformas estructurales (unión económica, fiscal, bancaria y política) que permitan mejorar la productividad.

La actividad económica mantiene el tono en el 3T, a pesar de la ralentización de las economías emergentes. En conjunto, los datos muestran una recuperación gradual de la industria, aunque de forma dispar entre países. Así, en agosto, mientras que la producción industrial creció en términos interanuales a tasas similares que el mes anterior en Alemania y en España, los registros fueron ligeramente inferiores en Italia y en Francia. De cara al 4T, destaca positivamente la evolución del índice PMI compuesto de la eurozona en octubre, que se situó en los 54,0 puntos, ligeramente por encima del registro del 3T (53,9) y en una cómoda zona expansiva. Por países, el índice galó registró este mes un aumento que sería compatible con una suave aceleración de la actividad, aunque todavía se mantiene en niveles contenidos. Por su parte, el índice PMI alemán mostró una leve mejora en octubre con respecto al 3T. Otro de los índices de actividad empresarial alemanes de referencia, el IFO, se mantuvo en cotas muy altas (108,3 puntos frente a los 108,2 del 3T). Estos indicadores, por tanto, sugieren que la economía alemana está resistiendo bien a la desaceleración de las economías emergentes.

El consumo avanza a un ritmo notable. Los indicadores del consumo apuntan a que, en el 3T, este componente tuvo un peso considerable en el crecimiento de la economía de la eurozona. Si bien el índice de confianza del consumidor cayó ligeramente en octubre, todavía se sitúa en niveles muy superiores al promedio histórico. Ofrece la misma lectura la tasa de variación de las ventas minoristas, que se mantuvo en niveles elevados, aunque experimentó cierto retroceso en agosto, hasta el 2,3% interanual. Otro indicador del consumo, la matriculación de automóviles, también registró un avance significativo en septiembre, del 10,2% interanual. También la inversión mantiene el pulso. De hecho, el fuerte incremento de la producción industrial de bienes de capital en agosto, del 4,1% interanual, indica que la inversión podría haber ganado pulso en el 3T.

Eurozona: previsiones del PIB del FMI

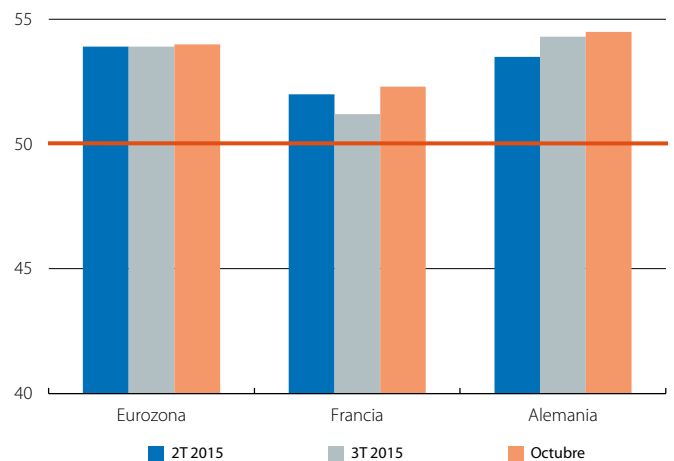
Variación anual (%)

	2014	Previsión		Variación respecto a previsión julio 2015	
		2015	2016	2015	2016
Eurozona	0,9	1,5	1,6	=	▼ 0,1
Alemania	1,6	1,5	1,6	▼ 0,1	▼ 0,1
Francia	0,2	1,2	1,5	=	=
Italia	-0,4	0,8	1,3	▲ 0,1	▲ 0,1
España	1,4	3,1	2,5	=	=

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO).

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel

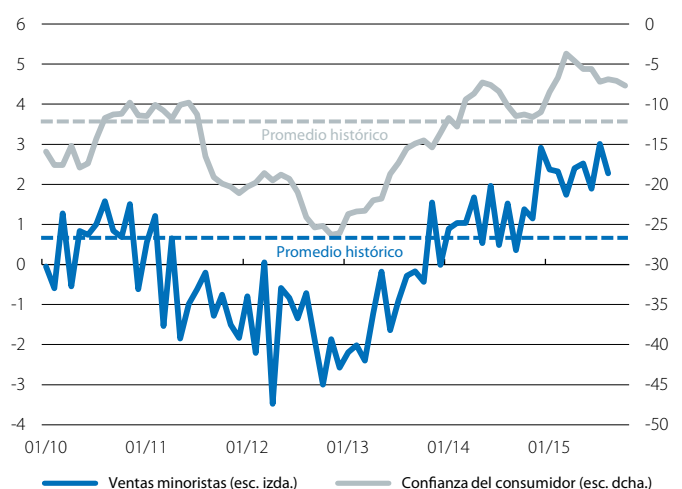


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



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

La gradual recuperación del mercado laboral respalda el consumo. En septiembre, la tasa de paro de la eurozona se situó en el 10,8%, 7 décimas por debajo de su nivel de hace un año. Los países periféricos, sobre todo España, han contribuido de forma importante a este descenso. De cara al 4T, los datos de expectativas de creación de empleo de la Comisión Europea apuntan a que la mejora del mercado laboral continuará. En concreto, por lo que respecta a la industria, si bien el dato de octubre sugiere una ligera ralentización (-3,0 puntos frente a los -2,8 puntos del 3T), sigue en cotas elevadas, compatibles con aumentos de empleo. El mismo patrón se observa en el sector de servicios. Destaca el caso alemán, que sigue reportando excelentes cifras en el ámbito del mercado laboral, con una tasa de paro, del 4,5%, en mínimos. Este entorno de bonanza en el mercado laboral ha contribuido al fuerte apoyo que Alemania está ofreciendo a los refugiados, ya que el Gobierno intuye que a medio plazo podrían ser un activo útil para suplir la escasez de la oferta laboral.

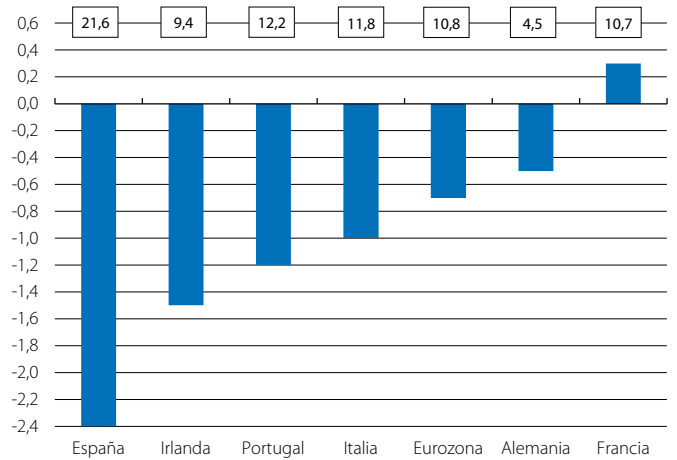
El entorno de baja inflación empuja al BCE a anunciar posibles medidas adicionales en diciembre. La debilidad prolongada y generalizada de la inflación, las señales de desaceleración de la actividad de China y las turbulencias en los mercados internacionales de los últimos meses, justifican, según la institución, una revisión del grado acomodaticio de la política monetaria. En concreto, el presidente, Mario Draghi, confirmó la posibilidad de modificar la composición, magnitud o duración del programa de compra de bonos y añadió la de recortar el tipo de la facilidad de depósito. La intención principal del BCE fue señalar a los mercados su voluntad de hacer uso de todas las herramientas disponibles para cumplir su mandato con el objetivo de anclar los tipos de interés en niveles bajos y asegurar un tipo de cambio favorable. Dado que, según los datos de actividad, el proceso de recuperación está bien encarrilado, esperamos que las posibles medidas que acabe tomando el BCE no sean muy amplias y estén encaminadas a reforzar el compromiso con el cumplimiento de su mandato. La lectura de la evolución de las expectativas de inflación es similar, puesto que se mantienen en cotas parecidas a los de cuando se inició la expansión monetaria. Asimismo, cabe señalar que la inflación aumentó en 1 décima en octubre, hasta el 0,0%, y esperamos que vaya al alza a medida que la recuperación se afiance y desaparezcan los efectos de la caída del precio del petróleo. La inflación subyacente también subió 1 décima, hasta el 0,9%, valor en el que se ha mantenido durante gran parte de la segunda mitad de año.

La ampliación del programa de expansión cuantitativa, de llevarse a cabo, intensificaría la depreciación del euro e impulsaría, así, las exportaciones. En agosto, las exportaciones de bienes de la eurozona al resto del mundo aumentaron un 5,6% interanual, un nivel similar al de julio. El incremento de las importaciones, del 3,0% interanual, fue menor, gracias, en parte, a los bajos precios del petróleo, que permitieron reducir la factura energética. Como resultado, la balanza comercial de la eurozona aumentó considerablemente el superávit, de los 7.400 millones de euros en agosto de 2014 a los 11.200 en el

Tasa de paro

Variación sep. 2015 - sep. 2014 (p. p.)

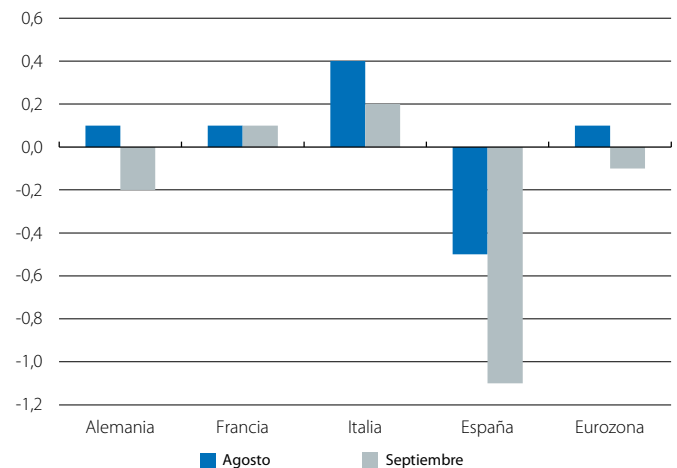
Tasa (% sobre la población activa)



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

Eurozona: IPCA *

Variación interanual en 2015 (%)

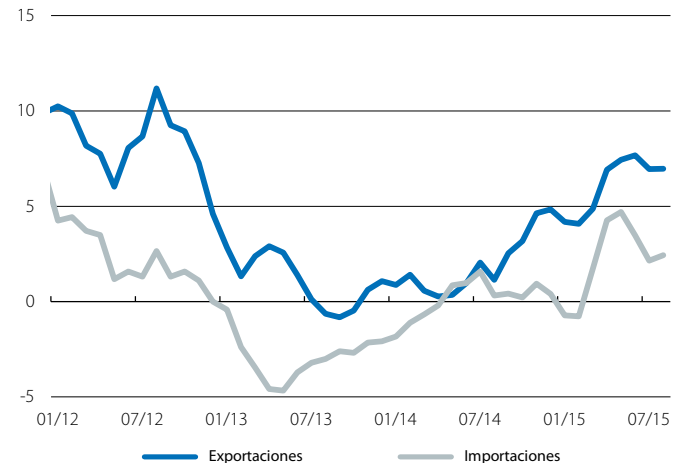


Nota: * La inflación para España es la nacional, no la armonizada.

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

Eurozona: comercio exterior de bienes *

Variación interanual del acumulado de 3 meses (%)



Nota: * Datos nominales.

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

mismo mes de 2015. Precisamente, uno de los objetivos que puede haber perseguido el BCE con el anuncio de una expansión monetaria posiblemente mayor sería la de mantener la depreciación del euro, circunstancia que permitiría impulsar el buen comportamiento del sector exterior.

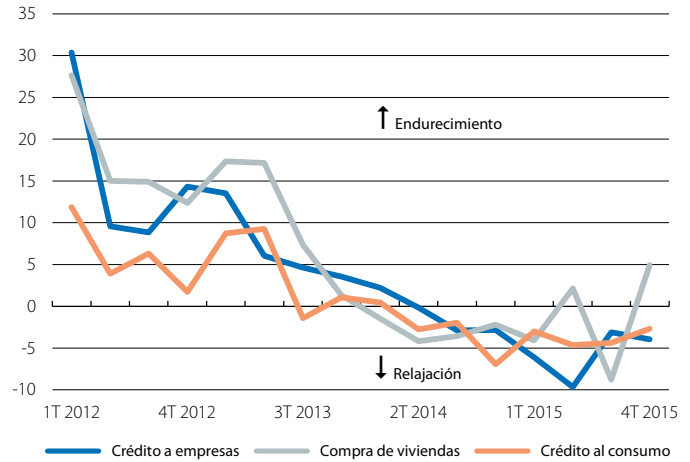
El aumento del crédito sugiere que los estímulos monetarios están siendo eficaces. Según la encuesta de préstamos bancarios de octubre, en el 3T 2015 los bancos relajaron los criterios de la concesión de crédito a las empresas y al consumo de los hogares, segmentos en los que se observa una fuerte demanda, favorecida por unos bajos tipos de interés. En cambio, los bancos endurecieron ligeramente los criterios para el crédito hipotecario, principalmente por razones regulatorias, a pesar de una demanda que crece con fuerza en algunos países, como los Países Bajos. De esta forma, la encuesta muestra que los bancos están utilizando la liquidez inyectada por el BCE para conceder más crédito.

La caída de los tipos de interés de los bonos soberanos hace más llevadero el ajuste del déficit público. En el 3T, el déficit público de la eurozona se situó en el 2,0% del PIB, 6 décimas por debajo del registro del 2T 2014. Por tanto, el proceso de consolidación fiscal de la eurozona sigue su curso, favorecido por las caídas de las primas de riesgo y de los tipos de interés como consecuencia de la política monetaria expansiva del BCE. En este sentido, la posibilidad de que la institución amplíe los programas actuales facilitaría dicho proceso. Por otro lado, los datos referentes a la deuda pública indican que podría haber iniciado una senda decreciente (fue del 92,2% del PIB en el 2T frente al 92,7% del 2T 2014). La evolución del déficit del conjunto de la eurozona es resultado de situaciones muy dispares entre países. Mientras que Alemania, por ejemplo, tuvo un superávit del 0,3% del PIB en 2014 (y una deuda pública del 74,9%), Francia tuvo un déficit del 3,9% en 2014 y una deuda del 95,6%. En general, los países de la periferia experimentaron descensos considerables del déficit público a lo largo de 2014.

El ritmo de crecimiento del Reino Unido se desacelera, pero sigue siendo robusto. El PIB británico aumentó un 0,5% intertrimestral en el 3T 2015 (0,7% en el 2T). De esta forma, continúa la senda de ligera desaceleración iniciada a finales de 2014: la tasa de variación interanual se situó en el 2,3% en el 3T (frente al 2,9% del 3T 2014). Este menor avance de la actividad probablemente se deba a una estabilización de la demanda interna (de momento, se desconoce la composición del PIB del 3T), que estaba siendo el motor principal del crecimiento desde el inicio de la recuperación, pero que, en los últimos meses, ya había mostrado señales de ralentización. Esta moderación del avance del PIB, la tasa de inflación cercana a cero y las respuestas del resto de bancos centrales de los países desarrollados ante la desaceleración en los emergentes, podría justificar que el Banco de Inglaterra (BoE) retrasara la primera subida de tipos. Si el BoE se ve forzado a mantener el tono acomodaticio actual, la atención deberá centrarse en si es posible frenar, en este contexto, las presiones sobre los precios de los activos de riesgo, especialmente los inmobiliarios.

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

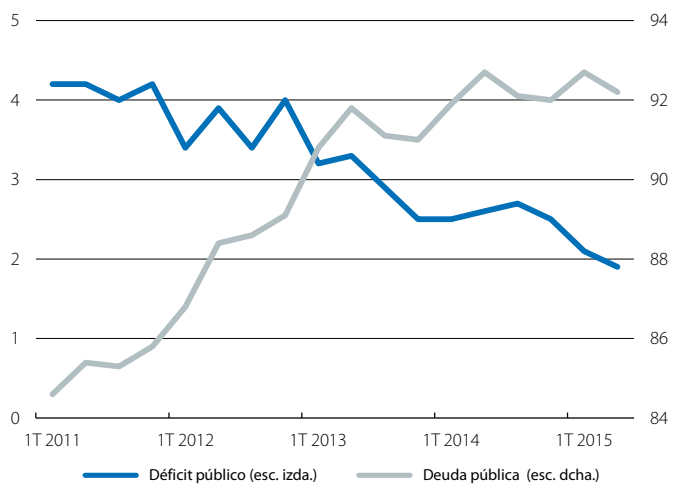
Entidades endureciendo (+) o relajando (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



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

Eurozona: déficit y deuda pública

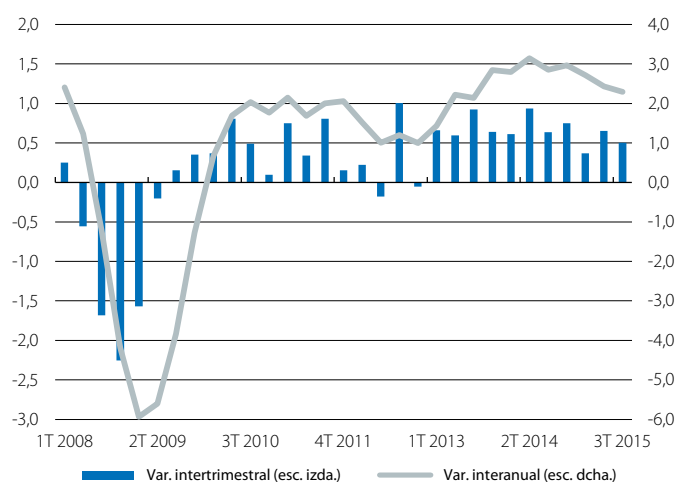
(% del PIB) (% del PIB)



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

Reino Unido: PIB

Variación intertrimestral (%) Variación interanual (%)



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