

## COYUNTURA · La eurozona mantiene el tono a pesar de los riesgos globales

La recuperación continúa en la eurozona, donde nuevos factores de apoyo cobran importancia. La eurozona habrá consolidado en 2015 una lenta recuperación, gracias a varios vientos de cola favorables: la política monetaria del BCE, el bajo precio del petróleo y la devaluación del euro. De esta manera, la región está consiguiendo hacer frente a riesgos externos como la desaceleración de las economías emergentes, que se acentuó en el año que acaba, pero cuyo impacto está siendo limitado. En 2016, a medida que los apoyos temporales desaparezcan, y en un entorno de política monetaria acomodaticia y de política fiscal neutral, otros factores apoyarán el crecimiento: la recuperación de la actividad mundial, los frutos de las reformas estructurales ya implementadas y un mayor gasto público, consecuencia del influxo de demandantes de asilo. La Comisión Europea estima que el PIB crecerá un 1,6% en 2015, un 1,8% en 2016 y un 1,9% en 2017. Por países, destaca el ligero empeoramiento de las previsiones de crecimiento para los países del núcleo (Alemania y Francia) y la mejora de las de la periferia (Italia y España).

El PIB de la eurozona creció un 1,6% interanual en el 3T 2015 (un 1,5% en el 2T). La recuperación de la región prosigue de manera sostenida, mejorando las mayores economías sus crecimientos interanuales: España (3,4%), Alemania (1,7%), Francia (1,2%) e Italia (0,9%). Sin embargo, el ritmo es pausado: el crecimiento intertrimestral fue 1 o 2 décimas menor en el 3T que en el trimestre anterior, con la excepción de Francia, que ha vuelto a crecimientos positivos. La economía alemana crece con solidez un 0,3% intertrimestral, gracias a una fuerte demanda interna que aportó 0,5 p. p. al crecimiento. Sin embargo, la demanda externa sustrajo al crecimiento 0,4 p. p., debido a una desaceleración de las exportaciones y a unas importaciones que aumentaron a buen ritmo (la variación de existencias aportó 0,2 p. p.). La economía francesa también avanzó un 0,3% intertrimestral, pero la composición del crecimiento fue más frágil. La demanda interna aportó 0,3 p. p. y la variación de existencias, 0,7 p. p., compensando en su totalidad la contribución negativa de la demanda externa (-0,7 p. p.). Aunque no se conoce todavía el desglose del avance del PIB por componentes de demanda para el resto de países de la eurozona, los datos apuntan a un patrón similar: una demanda interna que suma al crecimiento, y una demanda externa que le sustrae a causa de un incremento de las importaciones mayor que el de las exportaciones.

La actividad económica se acelera en el 4T. Los datos disponibles del 4T apuntan a una ligera mejora de la actividad económica. El índice PMI compuesto alcanza el nivel máximo desde mayo de 2011, situándose claramente en fase expansiva (por encima de los 50 puntos). Los incrementos en los índices de manufacturas y de servicios señalan que se trata de una recuperación generalizada. Asimismo, el índice de sentimiento económico de la

### Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

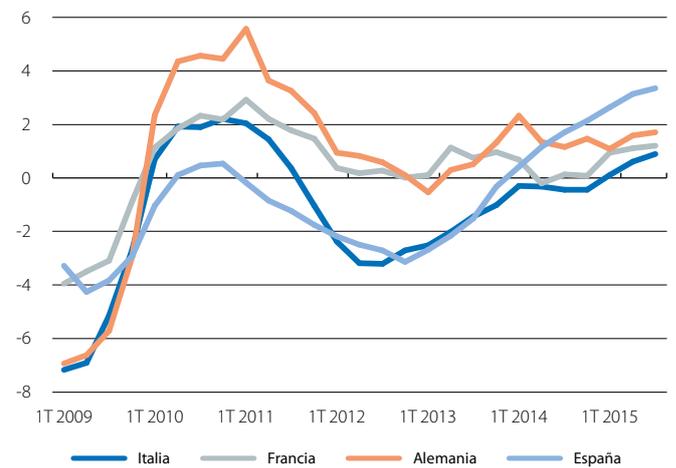
Variación anual (%)

	Previsión			Variación respecto a previsión primavera 2015	
	2015	2016	2017	2015	2016
Eurozona	1,6	1,8	1,9	▲ 0,1	▼ 0,1
Alemania	1,7	1,9	1,9	▼ 0,2	▼ 0,1
Francia	1,1	1,4	1,7	=	▼ 0,3
Italia	0,9	1,5	1,4	▲ 0,3	▲ 0,1
España	3,1	2,7	2,4	▲ 0,3	▲ 0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Autumn 2015).

### Crecimiento del PIB

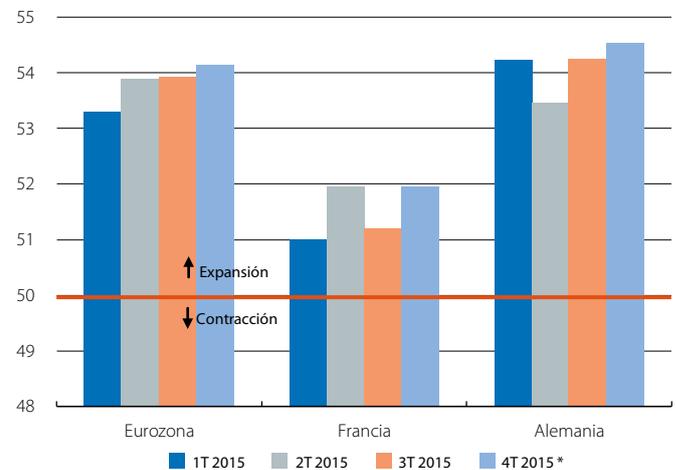
Variación interanual (%)



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

### Eurozona: indicadores de actividad PMI compuesto

Nivel



Nota: \* 4T 2015 incluye datos de octubre y noviembre.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

eurozona se mantuvo estable en noviembre, en los 106,1 puntos. Por países, destaca positivamente Alemania, que registra unos índices de actividad PMI e IFO compatibles con una aceleración del crecimiento en el 4T. En Francia los aumentos fueron más moderados, en particular en noviembre. Se espera que el impacto de los atentados terroristas sobre el ritmo de actividad haya sido leve y que se haya concentrado en el sector servicios.

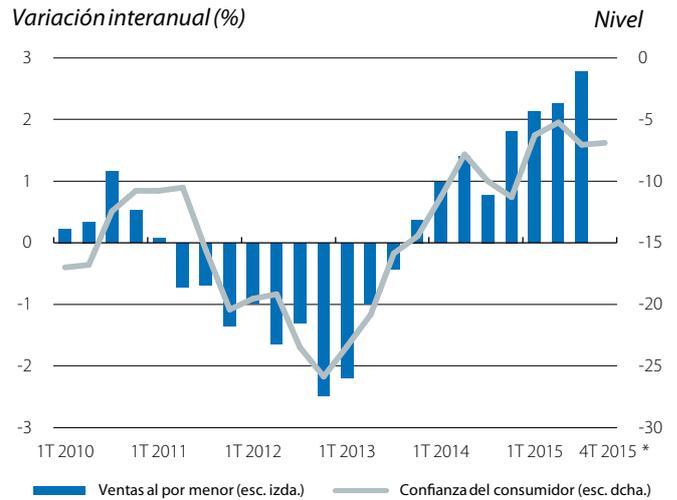
**El consumo también va a buen ritmo a final de año.** El indicador de la confianza del consumidor alcanzó los -5,9 puntos en noviembre (comparados con los -7,5 de octubre), situándose por encima de los registros observados en los últimos cuatro meses e indicando la buena evolución del consumo privado en la eurozona. No hay indicios de que los ataques terroristas estén haciendo mella en el consumo, aunque no se descarta que Francia pueda desacelerarse, de manera limitada en alcance y tiempo, como ocurrió en Madrid y Londres tras los atentados de hace una década.

**La mejora de la actividad se refleja en la inflación.** La inflación general subió 2 décimas en octubre, hasta el 0,1%, pese a la continua bajada del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente alcanzó un máximo anual del 1,0%. La mejora registrada en ese mes fue resultado del firme avance de los precios de los bienes industriales y de los servicios, tal y como refleja la progresión ascendente de la inflación subyacente. En 2016, esperamos una rápida alineación de la inflación general con la subyacente, una vez los efectos de la caída del precio del petróleo se desvanezcan y, especialmente, cuando este empiece a recuperarse. Nuestras previsiones reflejan también esta mejora de la actividad en una continua progresión de la inflación para 2016 y 2017, que debería alcanzar, a finales de 2017, el 1,6%, una cifra alineada con el objetivo del Banco Central Europeo (que se sitúa por debajo pero cerca del 2%).

**El sector bancario europeo está más preparado para apoyar la actividad económica.** El ejercicio de transparencia de la EBA ha analizado el capital, la exposición al riesgo y la calidad de los activos de 105 bancos europeos. Los resultados indican una mejora de la solvencia bancaria gracias a la retención de beneficios y a las ampliaciones de capital realizadas. La ratio de capital con los criterios en vigor de Basilea III (CET1 *phase-in*) alcanzó el 12,8% en junio de 2015 y la ratio que tendrían si estuvieran en vigor todas las disposiciones de Basilea (*fully loaded*), el 11,8%. Asimismo, las entidades bancarias han reducido la morosidad del crédito, aunque con elevada dispersión por países y entre entidades de distinto tamaño. La mejor solvencia de los bancos europeos está posibilitando un aumento de la concesión del crédito, que está apoyando a la recuperación económica.

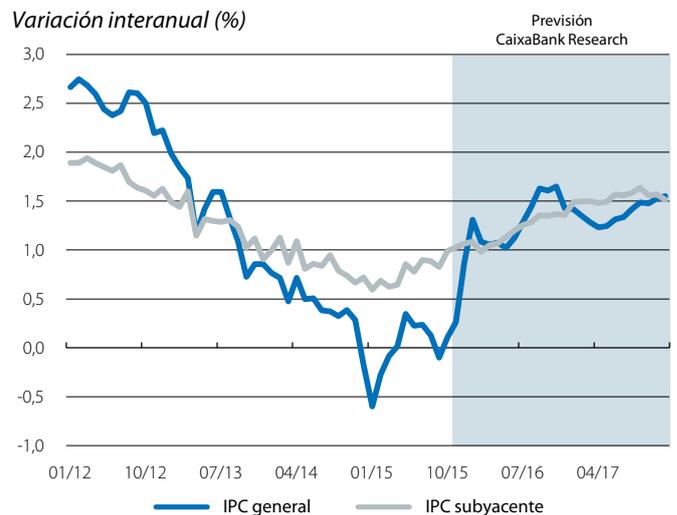
**Los países de la eurozona deben continuar apostando por aumentar la convergencia económica entre países para consolidar la recuperación.** La Comisión Europea ha iniciado el Semestre Europeo con la publicación del *Annual Growth Survey 2016*, donde señala con acierto la importancia de corregir los desequilibrios existentes entre países. Los Estados deben implementar medidas que aumenten su productividad y su competi-

**Eurozona: indicadores de consumo**



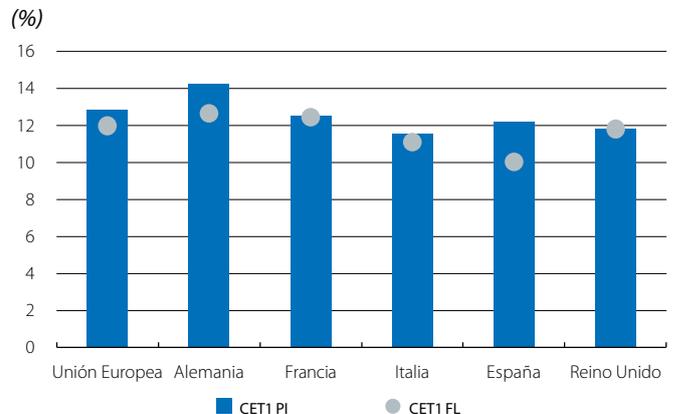
**Nota:** \* 4T 2015 incluye datos de octubre y noviembre.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

**Eurozona: IPC armonizado**



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

**Ratio de capital (CET1 phase-in y fully loaded) por países**



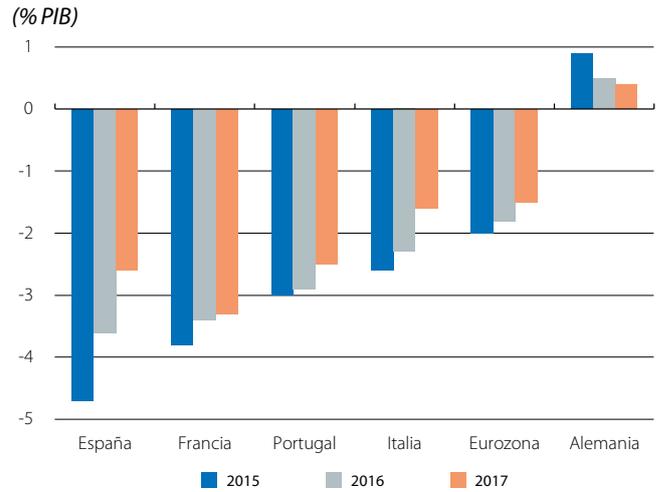
**Nota:** Common equity tier 1 (CET1) phase-in corresponde a la ratio de capital con los criterios en vigor de Basilea III y CET1 fully loaded, a la ratio que tendrían si estuvieran en vigor todas las disposiciones de Basilea; calculado según los datos de APR publicados por la EBA y que siguen el criterio phase-in.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la European Banking Authority (EBA).

tividad, en particular aquellos con un elevado nivel de deuda privada y externa. Sin embargo, la implementación de reformas estructurales ambiciosas se presenta complicada, en particular en lo que se refiere a la construcción del mercado único, en una Unión donde parecen primar más los intereses nacionales que los del conjunto. Otro aspecto del que la Comisión hace especial seguimiento es la política fiscal, que será neutral en el conjunto de la eurozona en 2016 y no representará un impedimento a la hora de consolidar la recuperación. El déficit público de la eurozona descenderá del 1,9% en 2015 al 1,7% en 2016, y la deuda pública disminuirá del 91% del PIB en 2015 al 90% en 2016, según la Comisión Europea. Cabe destacar que la Comisión, al analizar los presupuestos de los países miembros, ha llamado la atención a España, instándola a actualizar sus presupuestos por el elevado riesgo de incumplimiento, y a Portugal, a cuyo nuevo Gobierno ha urgido a presentar presupuestos públicos cuanto antes.

**La crisis de refugiados añade un elemento de riesgo al escenario macroeconómico para el año próximo.** La Unión Europea está experimentando unas entradas de demandantes de asilo sin precedentes. ACNUR prevé que casi un millón de refugiados haya entrado en 2015 y que otro millón lo haga en 2016. Es muy temprano para llevar a cabo una estimación fiable de los impactos económicos que supondrá este flujo migratorio, puesto que el número final de refugiados es muy incierto. Además, el impacto en cada país diferirá no solo en función de la cifra de refugiados que acabe recibiendo sino también de sus calificaciones, de si se encuentran en el país en tránsito o se instalan definitivamente, del acceso que tengan al mercado de trabajo, etc. Sin embargo, la tentativa de la Comisión Europea de estimar su impacto económico es muy ilustrativa. En primer lugar, la influencia de la llegada de refugiados sobre el nivel de actividad será positiva, aumentando el nivel del PIB agregado en varias décimas, en especial a través del incremento del gasto público. Asimismo, una parte de los refugiados se incorporarán al mercado de trabajo, lo que subirá el nivel de empleo agregado y podrá contrarrestar parte del envejecimiento poblacional a medio plazo. El impacto, en todo caso, dependerá en gran medida del éxito en la gestión y la integración de los refugiados. Los países europeos tienen una difícil tarea por delante.

**La recuperación de la Europa emergente se consolida.** Los datos del PIB del 3T muestran que los países de la región mantienen un ritmo de crecimiento elevado, coherente con su potencial a largo plazo, aunque algo inferior al del 2T. Cabe destacar la sorpresa positiva que ha supuesto el crecimiento de la República Checa, de Eslovaquia y, en menor grado, de Rumanía. Por el contrario, Hungría decepcionó con un avance menor de lo esperado. En consonancia con el escenario de aceleración moderada, pero continuada, del crecimiento de la eurozona, las perspectivas de la actividad para los próximos meses para la Europa emergente son positivas. Así, la mayoría de países de la región experimentarán, en 2015 y en 2016, crecimientos superiores al 3%.

**Superávit (+) o déficit (-) público (previsiones de la Comisión Europea)**



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

**Eurozona: estimación de la Comisión Europea del impacto económico del flujo de refugiados**

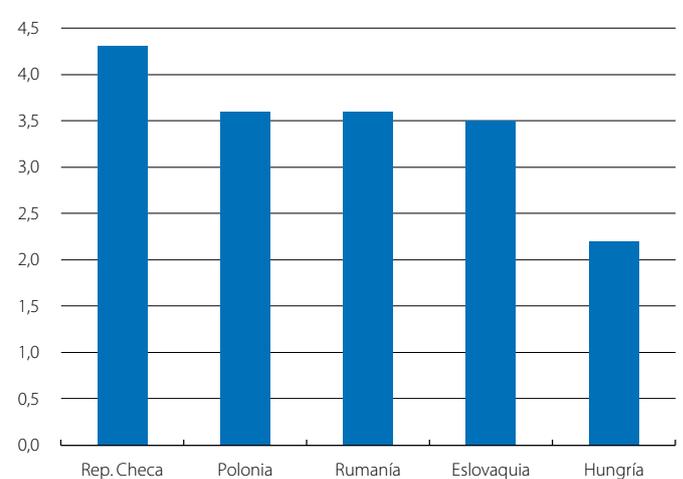
Diferencia de nivel, comparado con el escenario sin flujo (%)

	2015	2016	2017
PIB	0,09	0,21	0,26
PIB per cápita	-0,11	-0,15	-0,06
Empleo	0,06	0,22	0,30
Salarios reales	-0,08	-0,2	-0,25
Deuda pública (% PIB)	-0,05	-0,08	-0,03
Déficit público (% PIB)	0,0	-0,04	-0,04

Fuente: CaixaBank Research, a partir de las estimaciones de la Comisión Europea (European Economic Forecast, Autumn 2015).

**Europa emergente: PIB del 3T 2015**

Variación interanual (%)



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