

## COYUNTURA · La demanda doméstica impulsa el avance de la eurozona

**La recuperación prosigue con un avance moderado pero sostenido.** El ritmo de expansión de la economía de la eurozona se mantiene, apoyado por el buen comportamiento de la demanda doméstica. Aunque el BCE señaló el aumento de los riesgos exteriores en su decisión de extender el QE, las perspectivas para la economía europea son positivas y prosiguen según lo esperado. Así lo indican las propias previsiones del BCE, que apenas varió su escenario de crecimiento e inflación en diciembre. De este modo, espera que el avance de la economía pase del 1,5% en 2015 al 1,9% en 2017. La debilidad de la inflación en 2015 se debe, en gran parte, a la caída de los precios del componente energético, un factor que dejará de actuar a medio plazo. En los próximos meses, esperamos que la economía todavía se beneficie del bajo precio del petróleo, así como de la política monetaria acomodaticia, de un tipo de cambio favorable para las exportaciones y de una menor consolidación fiscal. Sin embargo, son factores coyunturales y, por lo tanto, es necesario continuar profundizando en las reformas estructurales, tanto en cada país como en el conjunto de la eurozona (unión económica, fiscal, bancaria y política), que puedan garantizar el crecimiento sostenido a largo plazo.

**La demanda interna siguió impulsando la economía en el 3T.** El PIB mantuvo un crecimiento interanual del 1,6% en el 3T, a pesar de la contribución negativa de la demanda externa. Detrás del buen comportamiento de la demanda interna se encuentra el avance del consumo, tanto público como privado. Por países, observamos una dicotomía similar entre el comportamiento de la demanda externa e interna. El consumo agregado (privado y público) mejoró su crecimiento interanual en Alemania (2,3%), España (3,3%) e Italia (0,9%), mientras que se desaceleró ligeramente en Francia (1,4%). Por su parte, el avance de la inversión se desaceleró en la eurozona (2,2%), aunque siguió acelerándose en Alemania (2,2%), España (6,5%) e Italia (0,9%) y dejó de lastrar al crecimiento en Francia (0,0%). La demanda externa sustrajo al crecimiento interanual, aunque fue a causa de un mayor aumento de las importaciones (las exportaciones siguieron creciendo), consecuencia natural de la dinámica positiva de la demanda doméstica, que claramente se puede considerar el motor de la recuperación.

**La actividad continúa creciendo en el 4T.** Los datos disponibles en el 4T indican que la expansión de la economía prosigue en el último trimestre del año. Los índices PMI siguen en máximos desde mayo de 2011, visiblemente en zona expansiva (por encima de los 50 puntos), y tanto para el índice compuesto como para los índices de manufacturas y de servicios, lo que apunta a una expansión generalizada de la actividad. Además, la producción industrial volvió a acelerar su expansión interanual en octubre (1,9%) después de la ligera desaceleración de septiembre. Por países, destaca Alemania, cuyos índices de

### Eurozona: previsiones del BCE

Variación anual (%)

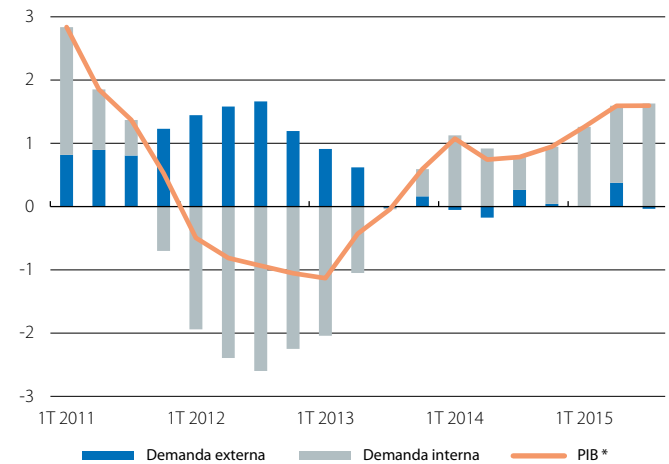
	Previsión			Variación respecto a previsión septiembre 2015		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
PIB	1,5	1,7	1,9	▲ 0,1	=	▲ 0,1
IPCA *	0,1	1	1,6	=	▼ 0,1	▼ 0,1
IPCA sin energía ni alimentos	0,9	1,3	1,6	=	▼ 0,1	=

Nota: \* Índice de precios al consumo armonizado.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE (ECB Staff Macroeconomic Projections).

### Eurozona: PIB

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

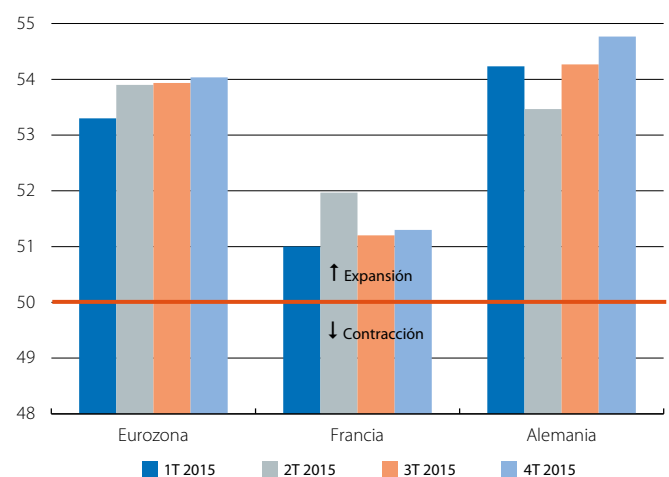


Nota: \* Variación interanual (%).

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

### Eurozona: indicadores de actividad PMI compuesto

Nivel



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

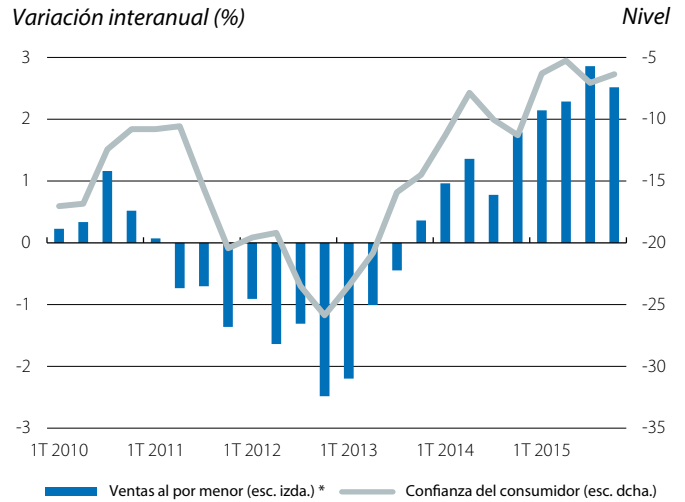
actividad PMI e IFO siguen indicando una aceleración de la actividad en el 4T. Sin embargo, Francia parece experimentar una expansión de la actividad más débil, con un índice de actividad PMI de diciembre (50,3) inferior al de los meses anteriores y cercano al estancamiento.

**El consumo mantiene su avance.** La evolución de los indicadores de demanda en el 4T también es positiva. La confianza del consumidor mejoró en noviembre y diciembre, y se acerca a final de año con unos valores parecidos a los del verano. El último dato de las ventas al por menor nos indica que siguieron creciendo en octubre, alrededor del 2,5%, de modo que su tasa interanual se situó en línea con el promedio del año. Otro indicador que refleja el buen pulso del consumo, la matriculación de automóviles, creció un 11% interanual en noviembre y sigue registrando máximos no vistos desde 2010. La producción industrial de bienes de capital se aceleró en octubre, con una tasa de variación interanual del 3,4%. En conjunto, estos indicadores señalan nitidamente el dinamismo de la recuperación, también por el lado de la demanda.

**La mejora de la actividad estimula la creación de empleo.** La eurozona siguió creando empleo neto en el 3T, con un aumento interanual del 1,1% y de manera generalizada en los principales países. Destacan las elevadas tasas de creación de empleo de España, cercanas al 3% interanual durante los tres primeros trimestres del año. Italia también experimentó un aumento de la creación de ocupación, hasta el 0,85% en el 3T. Además, la tasa de paro de la eurozona se redujo en octubre hasta el 10,7%, 0,8 p. p. por debajo del dato de septiembre, aunque las diferencias entre países siguen siendo importantes. En el conjunto de la eurozona, los costes laborales por hora trabajada redujeron su tasa de crecimiento interanual hasta el 1,1% en el 3T debido, principalmente, al componente de los salarios. Entre los principales países, destaca el aumento de los costes laborales en Alemania (2,4%) y su contención en España (0,3%) y en Italia (-0,4%). Dadas las condiciones del mercado laboral, el aumento en Alemania no es preocupante; en cambio, el dato de Francia (un incremento interanual de los costes laborales del 1,1%) es más negativo dado el elevado nivel de capacidad productiva laboral no utilizada. En conjunto, estas cifras muestran una dinámica claramente positiva en el mercado laboral europeo.

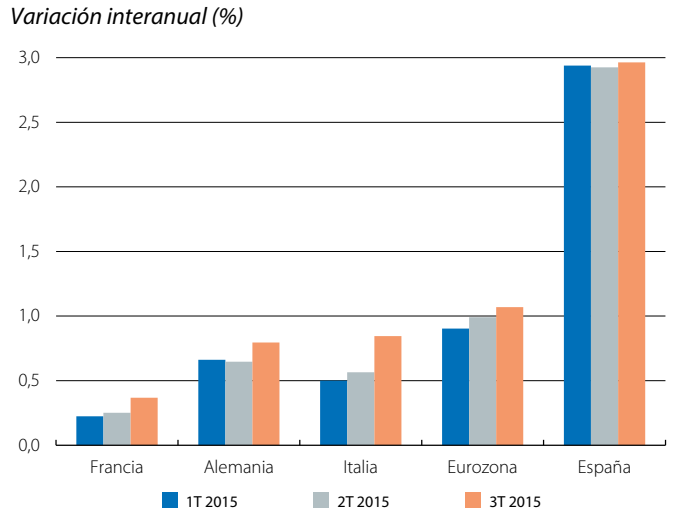
**La inflación se mantiene estable.** La variación de los precios permanece estable pese a las bajadas continuas del componente energético, como muestra el dato de noviembre de la inflación general, del 0,2% interanual, apenas 1 décima por encima del dato de octubre. El avance de los precios de los servicios y de los bienes industriales mantuvo la inflación subyacente en cotas significativamente más elevadas, con un valor interanual del 0,9% en noviembre. Las mejoras sostenidas de la demanda doméstica y del mercado laboral conllevarán un aumento de la inflación subyacente en 2016, como muestran tanto nuestras previsiones como las del BCE. Estos factores también reforzarán la inflación general, aunque el comportamiento de la misma dependerá, en gran medida, de la evolución del precio del petróleo.

**Eurozona: indicadores de consumo**



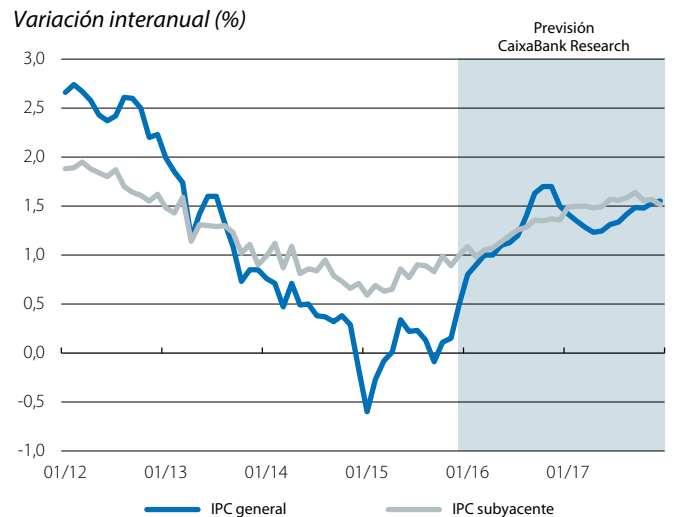
*Nota:* \* 4T 2015 incluye solo el dato de octubre.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

**Ocupación**



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

**Eurozona: IPC armonizado**



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

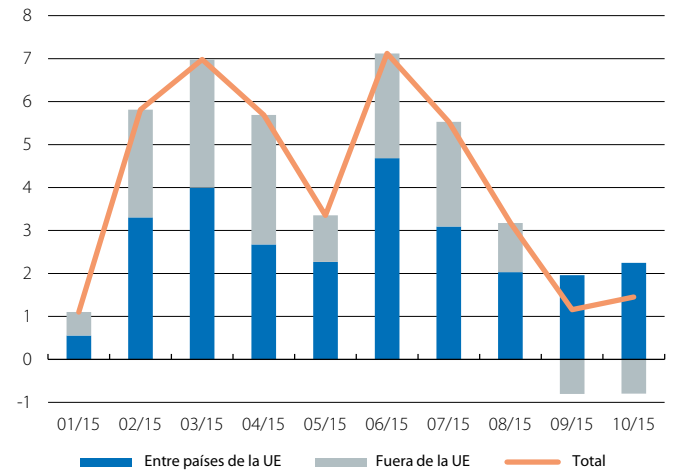
**El comercio intraeuropeo compensa la desaceleración de la demanda exterior.** El empuje de la demanda doméstica está minimizando los efectos de la debilidad de la demanda exterior. En este sentido, en octubre se produjo una pausa en la desaceleración interanual de las exportaciones de la eurozona (1,5%) gracias al aumento de las exportaciones intraeuropeas (3,6%). Esto muestra cómo la recuperación de la eurozona responde a la fortaleza de la demanda doméstica, que permite paliar los efectos de la desaceleración en los emergentes. Por países, las exportaciones intraeuropeas avanzaron en términos interanuales a buen ritmo en Alemania (6,4%), España (8,9%) e Italia (2,3%), mientras que las exportaciones hacia fuera de la UE se contrajeron (-4,4% en Alemania, -3,6% en España y -2,1% en Italia). Francia mostró el comportamiento opuesto, con una variación interanual de las exportaciones intraeuropeas del -0,7% y un aumento de las exportaciones hacia fuera de la UE del 3,6%. Así, las exportaciones totales siguieron creciendo en octubre en Alemania (1,7%), España (4,3%), Francia (1%) e Italia (0,3%).

**Sigue mejorando el acceso al crédito para las empresas.** Las pymes siguen la estela de las grandes empresas en la recuperación. Según los últimos datos de la encuesta sobre el acceso a la financiación de las empresas en la eurozona (SAFE, por sus siglas en inglés), las pymes mejoran sus registros en términos de beneficios y, entre abril y septiembre de 2015, solo el 1% indicó menores beneficios, comparado con el 10% entre octubre y marzo de 2014. Además, por primera vez desde 2009, las pymes perciben que la oferta de crédito es suficiente para satisfacer sus necesidades de financiación. Concretamente, sigue aumentando el porcentaje de empresas pequeñas y medianas que percibe una mayor disponibilidad de crédito. Esto muestra la mejora en las condiciones crediticias durante la implementación del QE y enfatiza la buena dinámica de la recuperación.

**La incertidumbre política tantea la recuperación en Portugal.** La buena dinámica que venía siguiendo la actividad se ha enturbiado en los últimos meses. La economía lusa siguió creciendo en el 3T respecto al año anterior (1,4% interanual), pero se estancó respecto al 2T (0,0% intertrimestral). Por componentes, en términos intertrimestrales, el consumo público y la inversión disminuyeron y fueron compensados por el consumo privado y el sector exterior. Sin embargo, la contribución positiva del sector exterior esconde una reducción de la actividad, pues responde a una mayor caída de las importaciones (-3,0%) que de las exportaciones (-2,1%). Estos datos se enmarcan en un contexto de incertidumbre política, con un parlamento fragmentado después de las elecciones del 4 de octubre, que, finalmente, ha llevado al Gobierno a una coalición de los socialistas, el Partido Comunista y el Bloque de Izquierdas. Existen dudas sobre la voluntad reformadora del nuevo Ejecutivo y las elecciones presidenciales del 24 de enero serán la siguiente prueba política. Pero el elevado nivel de deuda pública (129% del PIB) y una tasa de paro del 12,4% indican la necesidad de que el país continúe implementando reformas. Además, los estrechos vínculos con Brasil y Angola, que fueron una fuente de crecimiento durante los últimos años, pueden suponer ahora un factor de riesgo por la recesión que están experimentando estos países.

**Eurozona: exportaciones**

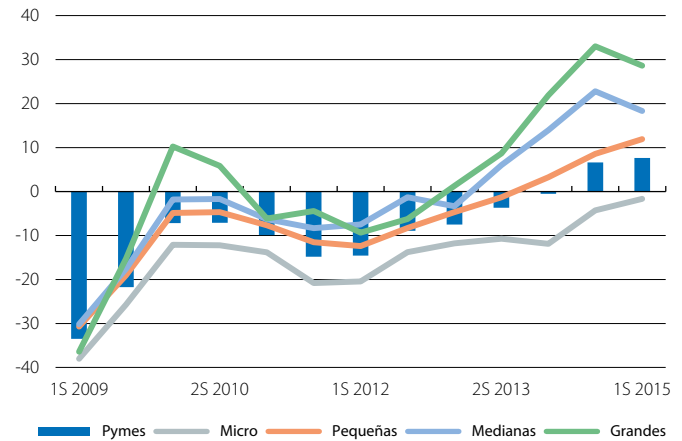
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

**Eurozona: acceso de las empresas a la financiación externa según el tamaño de la empresa**

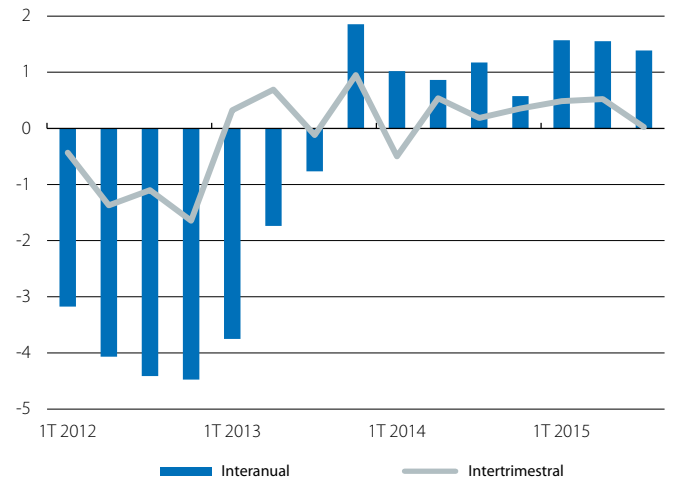
(% de empresas que reportan mejoras respecto al periodo anterior)



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

**Portugal: PIB**

Variación interanual e intertrimestral (%)



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