COYUNTURA · La demanda interna empuja el crecimiento, a pesar de la inestabilidad global

La recuperación económica prosigue en un entorno de mayor incertidumbre. La economía de la eurozona continúa creciendo, apoyada en especial por la demanda doméstica. Por el momento, la desaceleración de las economías emergentes y las turbulencias financieras han tenido un impacto mínimo en el crecimiento de la eurozona, que se sustenta, además, en una política monetaria acomodaticia, una política fiscal neutra y un precio del petróleo muy bajo. En este sentido, el FMI ha revisado 1 décima al alza su previsión de crecimiento para la eurozona en 2016, hasta el 1,7%, a pesar de rebajar las previsiones de crecimiento mundial debido a la creciente inestabilidad global. Por su lado, el BCE ha señalado también las fuerzas contrapuestas en la recuperación de la eurozona, entre unos vientos de cara procedentes del ámbito internacional y el avance de la demanda interna. En este sentido, el BCE anunció que en marzo revisará su política monetaria y que podría ajustarla como hizo en diciembre para asegurarse de que su objetivo de estabilidad de precios no se tuerce.

La actividad continúa creciendo, pero a menor ritmo. Los indicadores de actividad disponibles para el mes de enero indican que la economía siguió creciendo en 2016. Sin embargo, tanto el índice de sentimiento económico como los índices PMI se redujeron con respecto a diciembre, aunque se mantienen por encima de la media de 2015, en clara zona expansiva (por encima de los 50 puntos). Por países, en Alemania, el PMI compuesto retrocedió 1 punto, hasta el 54,5, y el índice IFO de sentimiento económico disminuyó ligeramente en enero con respecto al mes anterior. Por su lado, Francia mejoró ligeramente el nivel del PMI compuesto, aunque se mantiene cerca del estancamiento, en el 50,5. Este descenso en la mayoría de indicadores de actividad es comprensible dada la fuerte inestabilidad financiera de las últimas semanas, pero juzgamos que se trata de un episodio temporal, aunque virulento, por lo que esperamos que vaya a menos a medida que se confirme que los crecimientos sobre los que se asienta la recuperación económica son sólidos. En consecuencia, por el momento no haremos cambios significativos en nuestras previsiones de crecimiento para 2016.

Los indicadores de demanda e inversión avanzan. Las ventas minoristas continuaron creciendo a un ritmo superior al 2% interanual en el mes de noviembre, siguiendo la buena tónica experimentada en 2015, aunque el último dato es ligeramente inferior al del promedio del año. A su vez, la matriculación de automóviles creció un 13,9% en diciembre, 5 p. p. por encima del promedio de 2015. Estos indicadores de demanda corroboran la robusta recuperación de la demanda interna que está experimentando la eurozona. Por su lado, la inversión también muestra avances: la producción industrial aumentó un 1,5% interanual en el mes de noviembre, 2 décimas por encima del

Eurozona: previsiones del FMI

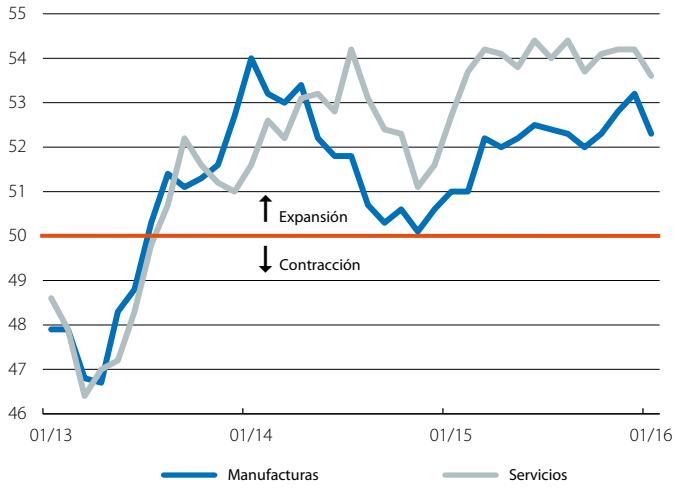
Variación anual (%)

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

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

Eurozona: indicadores de actividad PMI

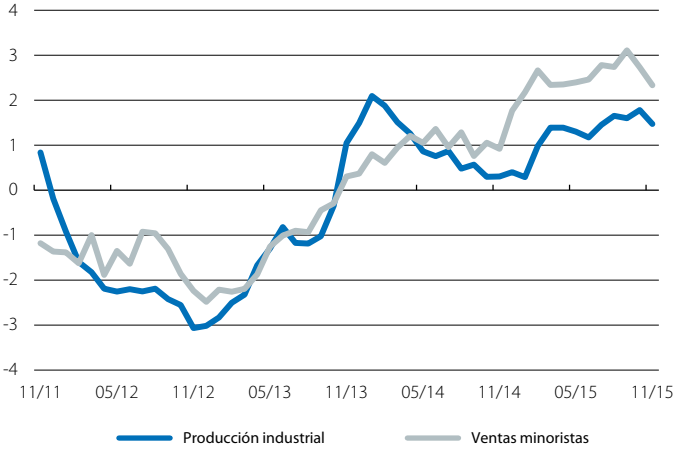
Nivel



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

Eurozona: ventas minoristas y producción industrial

Variación interanual del promedio de 3 meses (%)



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

promedio del año, aunque ligeramente por debajo del mes anterior. Asimismo, el indicador de confianza industrial registró el mejor dato del año en el mes de diciembre.

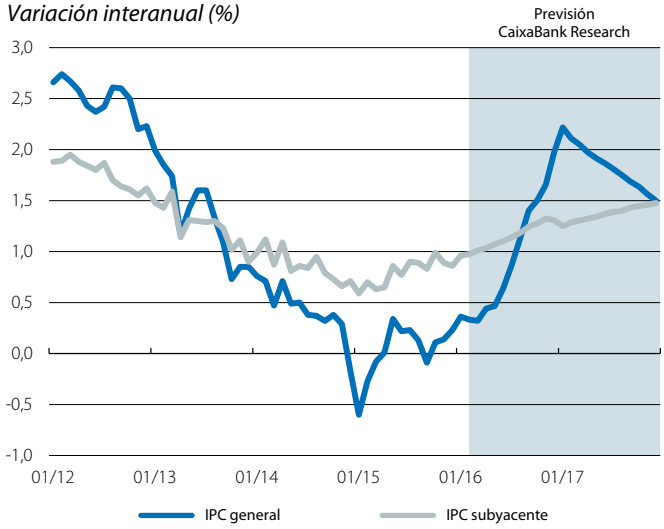
La inflación sube, pero sigue lejos del objetivo del BCE. La variación interanual del índice de precios de consumo armonizado (IPCA) de la eurozona se situó en el 0,4% en enero, 2 décimas por encima del dato del mes anterior, a causa de la menor caída del precio de la energía y del mayor avance de la inflación subyacente. Esta última subió hasta el 1,0%, 1 décima por encima del valor observado en los últimos dos meses, como consecuencia del ascenso del precio del sector servicios y de los bienes industriales no energéticos. La bajada del precio del petróleo está teniendo también efectos indirectos en la inflación subyacente, al reducirse los costes de producción y transporte de las empresas que ofrecen productos no energéticos y servicios, así como los costes de los hogares. Sin embargo, prevemos una continua progresión de la inflación subyacente en los próximos dos años, que reflejará la recuperación de la economía. La subida del precio del petróleo prevista a lo largo de 2016 y de la primera mitad de 2017 producirá asimismo un efecto rebote en la inflación general, que acabaría sobrepasando la subyacente. A partir de la segunda mitad de 2017, cuando los efectos del precio del petróleo se desvanezcan, la inflación general volvería a acercarse a la subyacente y al objetivo del BCE.

Las exportaciones crecen a menor velocidad en un entorno global desfavorable. Las exportaciones registraron un crecimiento del 1,4% interanual en noviembre en un entorno global de incertidumbre a causa de la desaceleración de las economías emergentes. El sector exterior se sigue beneficiando de la depreciación del euro, de cerca de un 5% en el tipo de cambio efectivo nominal desde diciembre de 2014, como consecuencia de la política monetaria expansiva del BCE. Aun así, hay que seguir ganando competitividad para acentuar la buena dinámica del sector exterior. Por su parte, el valor de las importaciones cayó un 0,6% interanual como reflejo del desplome del precio del petróleo, al ser la eurozona una importadora neta de esta materia prima. El resultado de la caída de las importaciones y del aumento, aunque menor, de las exportaciones es una mejora de la balanza comercial en el conjunto de la eurozona hasta el 3,2% del PIB.

El BCE anuncia que revisará, y posiblemente reconsiderará, su política monetaria en marzo. El Consejo de Gobierno del BCE no modificó su política monetaria en la reunión de enero, aunque la institución sigue atenta a los riesgos procedentes de la desaceleración de las economías emergentes y de la inestabilidad financiera de inicios de año. La recuperación de la eurozona sigue su curso, empujada por la demanda interna, pero Draghi señaló que la incertidumbre global y las caídas del precio del petróleo están afectando a las expectativas de inflación, y abrió la puerta a relajar todavía más la política monetaria en la reunión de marzo. Por ello, cabe esperar que las condiciones monetarias sigan siendo muy laxas (véase el Focus de este mes «Descubriendo la política monetaria en la sombra»). Para consolidar la recuperación, el BCE recomendó seguir con unas polí-

Eurozona: IPC armonizado

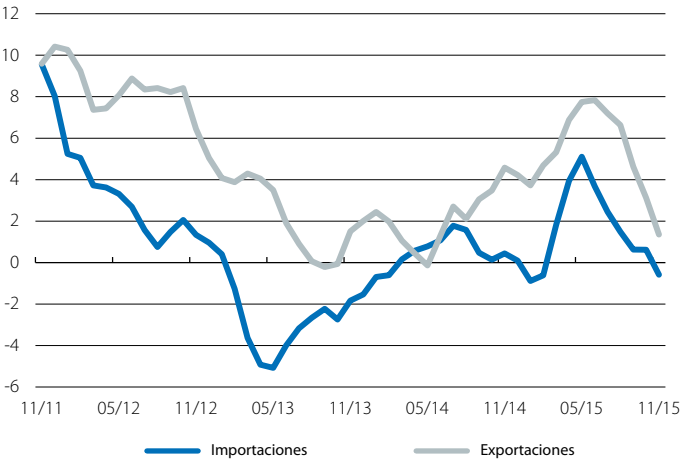
Variación interanual (%)



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

Eurozona: comercio exterior de bienes *

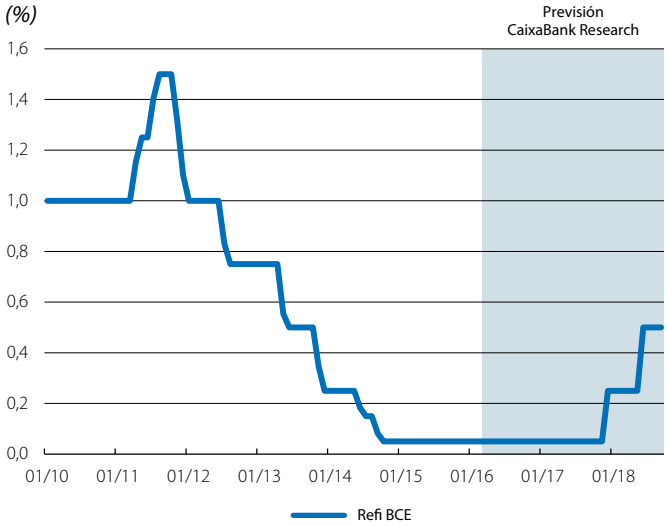
Variación interanual del acumulado de 3 meses (%)



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

Eurozona: tipo de interés

(%)



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

ticas fiscales más expansivas y profundizar en las reformas estructurales. En este sentido, la eurozona necesita, más allá de aprovechar el actual momento cíclico expansivo, aumentar el crecimiento potencial a largo plazo intensificando las reformas estructurales de sus economías.

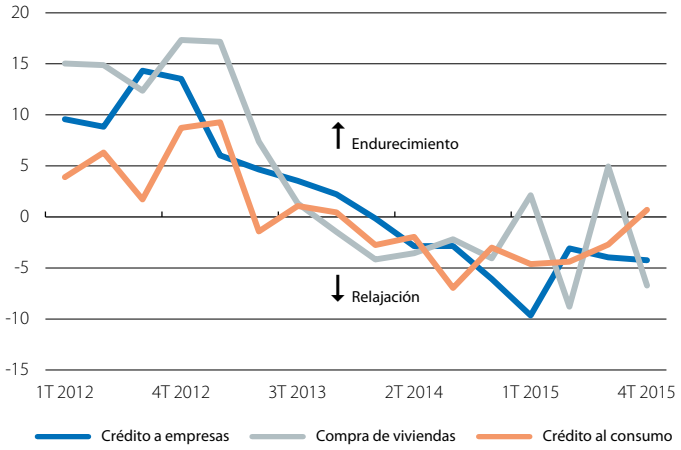
El crédito bancario apoyará el crecimiento de la demanda doméstica en 2016. La encuesta sobre préstamos bancarios muestra que los criterios de aprobación de créditos siguieron relajándose en el 4T 2015, favorecidos por el entorno propicio que ofrece la política monetaria, e impulsando, así, la demanda doméstica. Esta mejora, provocada por las presiones competitivas del sector bancario, se refleja especialmente en los créditos hipotecarios y en los créditos a empresas (estos últimos cierran ocho trimestres consecutivos de relajación). Por otra parte, los créditos para el consumo permanecieron prácticamente estables. Esperamos que las condiciones de concesión de crédito sigan mejorando a lo largo de 2016 y que, de esta manera, apoyen el crecimiento en la eurozona en el ámbito de la demanda doméstica.

La eurozona consigue bajar el déficit y la deuda pública en un entorno fiscal neutro. La mejora del ciclo económico y los bajos tipos de interés de los que gozan los países de la moneda común permitieron que la eurozona en su conjunto redujera el déficit del 3T 2015 hasta el 1,8% del PIB, 4 décimas menos que en el 2T 2015. Esta reducción también fue resultado de las políticas de consolidación fiscal y de los ajustes que algunos países están llevando a cabo. De todos modos, cabe recordar que no todos los países se encuentran en la misma posición fiscal y que aquellos con mayor superávit deberían aprovechar el margen para adoptar políticas fiscales más expansivas que impulsen el crecimiento. Por su lado, la deuda pública se redujo también hasta el 91,6% del PIB, 7 décimas menos que en el 2T 2015. Mientras que Grecia y Portugal han aumentado la deuda pública con respecto al trimestre anterior, Irlanda, Italia, Francia y Alemania la han disminuido notablemente. Esta reducción de deuda debería continuar de manera rápida para alcanzar niveles más sostenibles, en particular en los países con un elevado nivel de deuda, como Grecia, Italia, Portugal, Irlanda y España.

Preocupa el cambio de rumbo de las reglas del juego en Polonia. En los últimos meses, Polonia ha realizado importantes cambios en el marco normativo del país que han llevado a la agencia de *rating* S&P a rebajar la calificación crediticia de A– a BBB+, el primer descenso desde 1996. Específicamente, S&P destaca que algunas decisiones pueden debilitar las instituciones (refiriéndose al Tribunal Constitucional y a la independencia de los medios de comunicación). Más allá de estas cuestiones, cabe destacar que se ha adoptado una tasa bancaria sobre los activos totales del 0,44%, lo que presionará a un sector con una rentabilidad de por sí reducida (en 2014 la rentabilidad sobre activos era de solo un 1,1%). Finalmente, cabe mencionar que el Gobierno ha modificado la ley presupuestaria, restándole rigor. Con todo, es importante recordar que Polonia mantiene un ritmo de crecimiento notable (la estimación preliminar del crecimiento del PIB en 2015 es del 3,6%).

Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

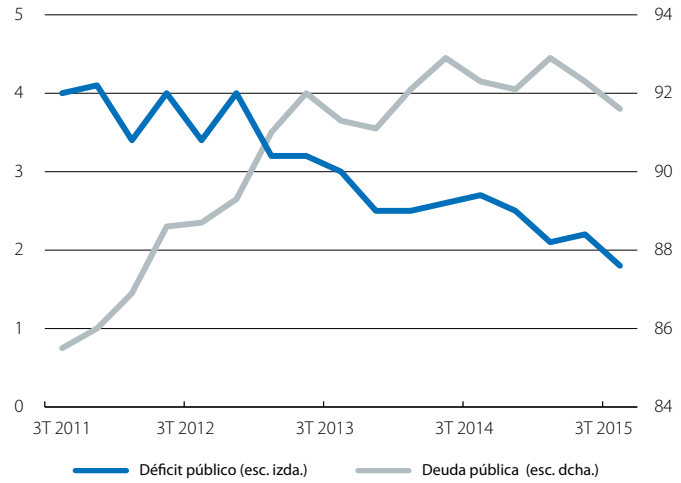
Entidades endureciendo (+) o relajando (-) las condiciones para la concesión de crédito (% neto)



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

Eurozona: déficit y deuda pública

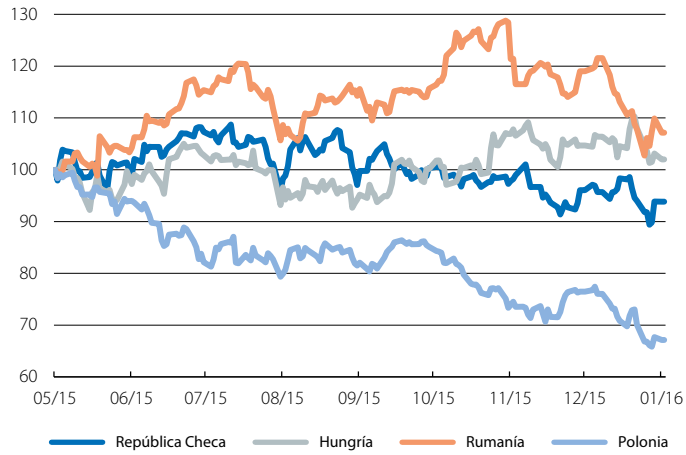
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Europa emergente: índice bursátil nacional del sector bancario

Índice (100 = 25 de mayo 2015)



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