

COYUNTURA · Prosigue la recuperación de la eurozona a un ritmo lento pero firme

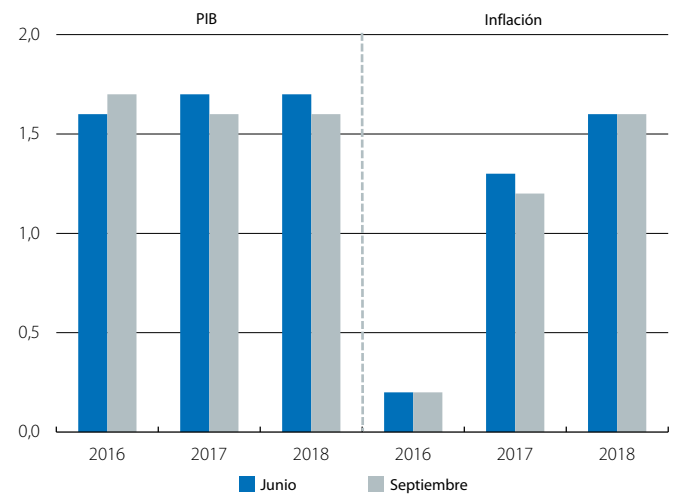
El crecimiento de la eurozona se consolida en cotas moderadas y con riesgos en el horizonte. El repunte de la incertidumbre causada por el *brexit* ha tenido un impacto más contenido de lo anticipado en la eurozona. Así, las previsiones de CaixaBank Research, como la de la mayoría de analistas, sitúan el crecimiento del PIB alrededor del 1,5% en 2016 y en el 1,3% en 2017. Se espera que la demanda interna y, en particular, el consumo de los hogares sigan siendo los pilares de la recuperación, aunque el sector exterior ganará protagonismo gradualmente. Otra muestra del impacto limitado que se espera que tenga el *brexit* en la eurozona, como mínimo a corto plazo, es que el BCE ha mantenido prácticamente sin cambios sus previsiones económicas. De hecho, la institución revisó ligeramente al alza su previsión de crecimiento para 2016, hasta el 1,7%, ligeramente por encima de las previsiones de CaixaBank Research. En cambio, efectuó una ligera revisión a la baja en sus previsiones para 2017 y 2018, que dejó en el 1,6%. En conjunto, por tanto, se espera que a medio plazo la eurozona siga creciendo a tasas similares a las observadas en los últimos trimestres. De todas formas, la incertidumbre sigue siendo elevada, y el *brexit* se mantiene como una de las principales fuentes de riesgo. En este sentido, la *premier* Theresa May ha anunciado que pedirá formalmente la salida del Reino Unido de la UE antes de finales de marzo. A partir de ese momento, empezarán las negociaciones y la salida podría ser efectiva en 2019. El impacto económico del *brexit* a medio y largo plazo (para el Reino Unido y la UE) dependerá de cómo se lleve a cabo el proceso negociador y de la nueva relación que finalmente se acuerde entre el Reino Unido y la UE.

El sector exterior, clave en el avance de la eurozona en el 2T. Concretamente, el crecimiento del PIB fue del 0,3% intertrimestral y la aportación de la demanda externa al crecimiento fue de 0,4 p. p. La aportación de la demanda interna, por tanto, fue de -0,1 p. p. De todas formas, cabe interpretar estos datos con cautela. La contribución negativa de la demanda interna fue debida, sobre todo, a la caída de los inventarios, mientras que el consumo de los hogares siguió avanzando a un ritmo notable. Dada la elevada volatilidad que suelen presentar los inventarios y la mayor inercia del consumo de los hogares, todo apunta a que en los próximos trimestres la demanda interna seguirá siendo el sostén del crecimiento. Cabe señalar, como ya ha sido la tónica habitual en trimestres anteriores, el dispar ritmo de avance entre países, con España y Alemania creciendo a un ritmo muy superior al de Portugal, Francia e Italia.

Los indicadores de actividad apuntan a un ritmo de crecimiento similar en los próximos trimestres. Así lo refleja, por ejemplo, el índice PMI compuesto de la eurozona para el 3T, que se situó en los 52,9 puntos, un registro prácticamente calado al del 2T, de 53,1 puntos, concretamente. Otra muestra de

Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación

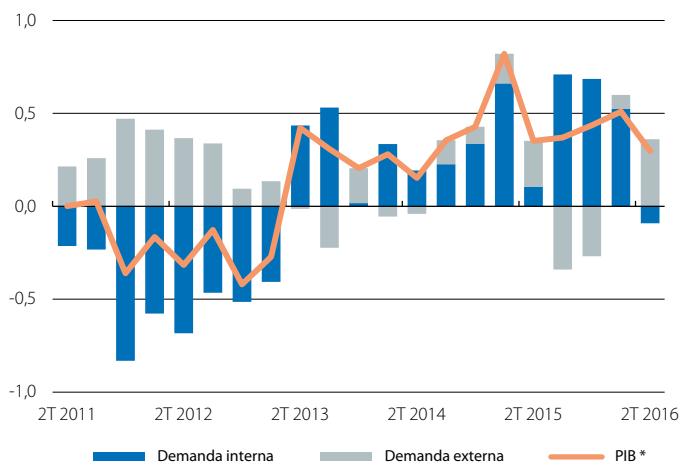
Variación anual (%)



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

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento intertrimestral (p. p.)

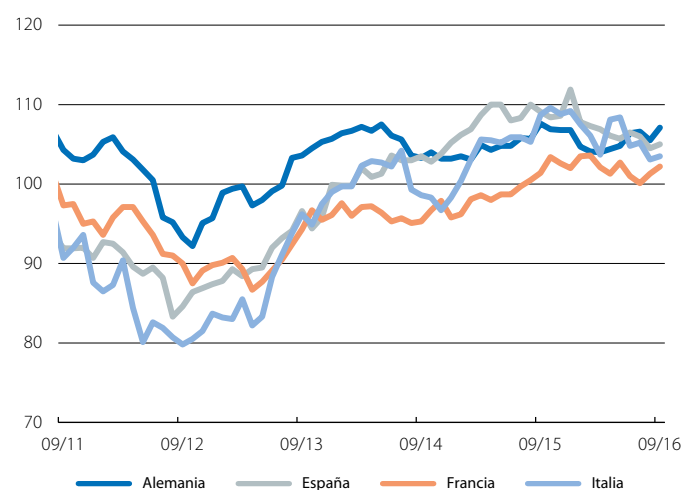


Nota: * Variación intertrimestral (%).

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

Eurozona: índice de sentimiento económico

Nivel



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

ello la ofrece el índice de sentimiento económico, que se mantuvo en el 3T en los 104,3 puntos, un registro que también es muy similar al del 2T. Los riesgos a la baja, sin embargo, no son menores. El índice de producción industrial, por ejemplo, creció en julio un 0,2% (promedio de la variación interanual de los últimos tres meses), un ritmo menor que en los primeros meses del año, y la tendencia de fondo que se percibe en el sector industrial es de clara desaceleración.

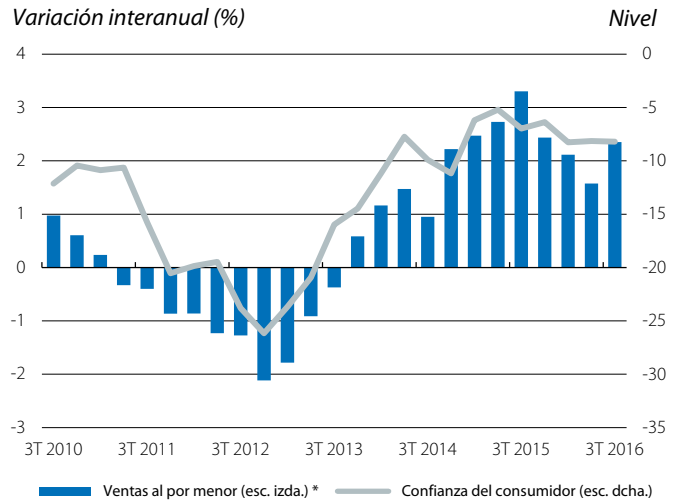
Sigue la buena tónica del consumo de los hogares. Las ventas minoristas de la eurozona aceleraron su crecimiento hasta el 2,4% interanual en julio, un ritmo superior al experimentado en la primera mitad de año (1,8%) y al promedio histórico (0,7%). Por su parte, el índice de confianza del consumidor de la eurozona para el 3T se situó en los -8,2 puntos, un nivel similar al del primer semestre (-8,1). Además, se espera que la tendencia que dibujan estos indicadores se mantenga en los próximos trimestres, ya que los principales factores de apoyo (mantenimiento del ritmo de creación de empleo, confianza en la capacidad de recuperación y condiciones financieras laxas) seguirán activos.

La recuperación del mercado laboral se afianza y apunta el avance del consumo de los hogares. En el 2T 2016, el empleo aumentó un 1,5% interanual en la eurozona, un ritmo algo superior al de los dos trimestres anteriores. Por países, destaca el ritmo de creación de empleo en Alemania (2,5%) y en España (2,3%), mientras que en Italia (2,0%) y, en particular, Francia (0,5%) se mantiene algo más rezagado. La tasa de paro, por su parte, se situó en el 10,1% en agosto, 6 décimas por debajo del nivel de hace un año. También en este caso los niveles siguen siendo muy dispares entre países. Por lo que se refiere a los costes salariales, en el 2T 2016 el incremento interanual fue del 0,9%, 1,3 p. p. por debajo del trimestre anterior. Esta disminución se debió, en gran medida, al sorprendente menor incremento salarial observado en Alemania (del 2,7% en el 1T 2016 al 1,1% en el 2T 2016).

La inflación en la eurozona consolida su avance. El índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de la eurozona avanzó en septiembre un 0,4% interanual, un registro 2 décimas superior al del mes anterior debido, sobre todo, a la menor caída del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 0,8% por quinto mes consecutivo. Las previsiones de CaixaBank Research apuntan a que la inflación continuará recuperándose, apoyada por el aumento progresivo del precio del petróleo y la recuperación de la demanda interna.

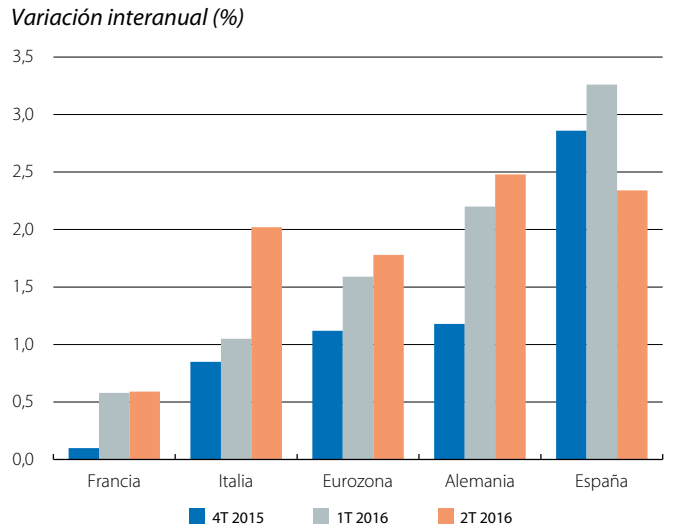
El superávit por cuenta corriente sigue en niveles elevados. Concretamente, este alcanzó los 343.000 millones de euros en julio (acumulado de 12 meses), un registro que se sitúa algo por encima del promedio de la primera mitad del año y que sigue dibujando una senda alcista similar a la de los últimos años. La fortaleza del saldo corriente reside, sobre todo, en el aumento del superávit de la cuenta de bienes (362.000 millones de euros en julio) que, en parte, ha sido aupado durante los últimos trimestres por la caída del precio del petróleo. Otro elemento que está impulsando las exportaciones europeas es la depreciación del euro. Mientras que es probable que el efec-

Eurozona: indicadores de consumo



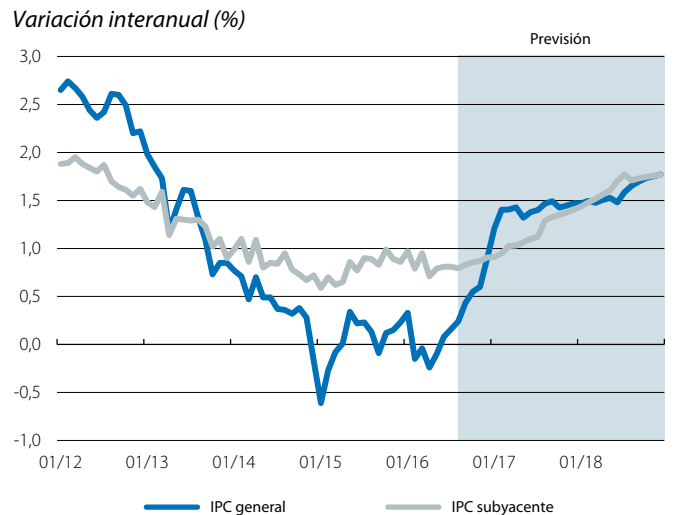
*Nota: * 3T 2016 incluye solo los datos de julio. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.*

Ocupación



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

Eurozona: IPC armonizado



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

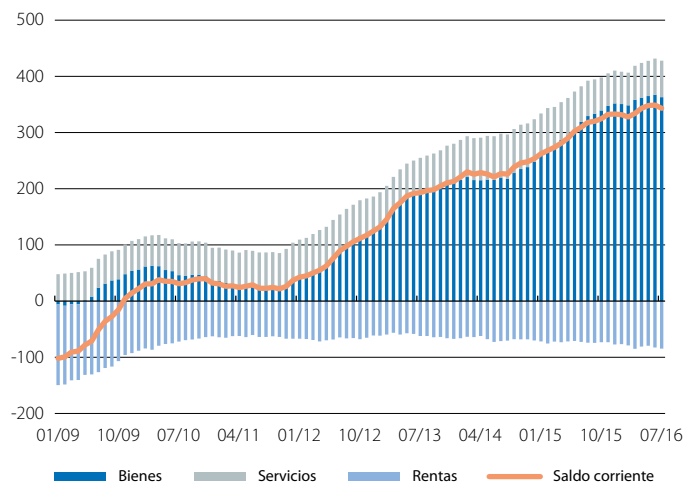
to del precio del petróleo empiece a revertir en los próximos trimestres, dado que esperamos que este consolide una gradual tendencia alcista, el efecto de la depreciación del euro se mantendrá activo, en parte, a causa del mantenimiento de la política monetaria ultralaxa del BCE. A todo ello, además, se le unirá una demanda global que poco a poco irá recuperando el brío perdido en los últimos trimestres. En conjunto, por tanto, esperamos que el sector exterior vuelva a recuperar cierto protagonismo.

El BCE mantendrá las condiciones monetarias acomodaticias. El BCE, en la reunión de septiembre, dejó su política monetaria sin cambios e insistió en que el entorno acomodaticio se mantendrá los próximos trimestres. Aunque el crecimiento de la eurozona sigue siendo relativamente bajo, el impacto de las medidas del BCE está siendo importante. La M3, por ejemplo, viene creciendo por encima del 5% interanual, en promedio, desde enero de 2015. Otra muestra del efecto de las medidas del BCE es la relajación de las condiciones de acceso al crédito, que se está traduciendo en una mayor concesión de préstamos. Sin embargo, es perentorio apuntar que las políticas impulsadas por el BCE no están libres de riesgos ya que pueden generar una mala asignación de los recursos y una excesiva toma de riesgos. Además, cada vez es más evidente que el margen de actuación del BCE es ya muy limitado. Por tanto, es de esperar que el grueso de la actuación de política económica vaya virando hacia la política fiscal, en los pocos países que disponen de cierto margen, y, sobre todo, hacia las reformas estructurales, área en la que todos los países tienen recorrido.

La Comisión Europea pide hacer mayor hincapié en las reformas estructurales y utilizar adecuadamente el margen fiscal disponible. Concretamente, la Comisión Europea sugiere que un elemento que puede relanzar el crecimiento a corto y largo plazo es la inversión en infraestructuras. Es por ello que ha ampliado tanto la duración como el tamaño del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE), también conocido como Plan Juncker. Esta prolongación del FEIE, que está gestionado por el Banco Europeo de Inversiones (BEI), debería aumentar su capacidad de financiación hasta los 500.000 millones de euros en 2020. El éxito final del plan va a depender de las inversiones que se elijan y del éxito en atraer financiación privada. Sin embargo, la medida ilustra la voluntad de la Comisión Europea de dar más peso a la inversión como manera de aumentar las perspectivas económicas de la eurozona.

Eurozona: saldo corriente

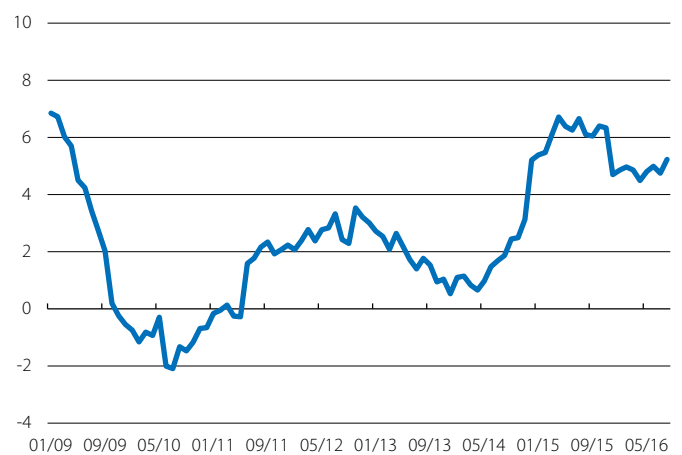
Miles de millones de euros (acumulado de 12 meses)



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

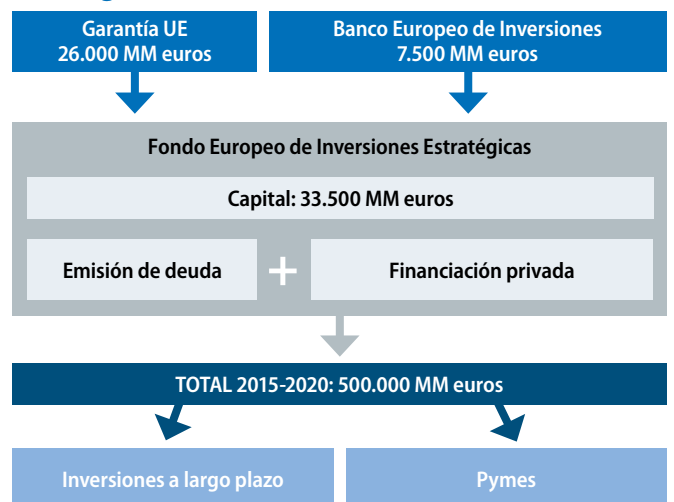
Agregado monetario M3

Variación interanual (%)



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

Ampliación del Fondo Europeo de Inversiones Estratégicas (FEIE)



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