

## COYUNTURA · La eurozona avanza sin pausa pero sin prisa

**La economía de la eurozona prosigue con una recuperación sostenida.** A pesar de los episodios de incertidumbre vividos durante el año (la volatilidad financiera del inicio de 2016 y el referéndum del *brexit* en junio), la recuperación de la eurozona se ha mantenido sólida. Muestra de ello es que las últimas previsiones del FMI sitúan el crecimiento de 2016 en el mismo 1,7% que la institución pronosticaba a principios de año (ligeramente superior al 1,5% que espera CaixaBank Research) y, así, deshacen las revisiones a la baja de mediados de año. Sin embargo, estas previsiones reflejan la ausencia de aceleración en la recuperación pese al estímulo de la política monetaria del BCE, especialmente expansiva desde principios de 2015. De hecho, para 2017 se espera una desaceleración del crecimiento (1,5% según el FMI; 1,3% según CaixaBank Research) por la pérdida de fuerza de los vientos de cola (aumento del precio del petróleo y estabilización del euro) y la incertidumbre política (negociaciones Reino Unido-UE, votaciones en Italia, Austria, Países Bajos, Francia y Alemania).

**El PIB del 3T de la eurozona sorprende ligeramente al alza, con un crecimiento del 0,3% intertrimestral y del 1,6% interanual, los mismos registros que en el trimestre anterior.** Por países, se conocieron los datos de España (0,7% intertrimestral) y de Francia (0,2%). La composición del crecimiento de esta última muestra que el consumo de las familias francesas siguió estancado en el 3T (0,0% intertrimestral, por segundo trimestre consecutivo), mientras que el crecimiento de la inversión volvió al terreno positivo (0,3%). Así, la mezcla de luces y sombras en la dinámica de la economía gala sigue sin despejar las dudas sobre la recuperación de la economía francesa. Por otro lado destaca el dato de Reino Unido, con un avance del 0,5% intertrimestral que ha sorprendido al consenso de analistas (se pronosticaba un 0,3%). Sin embargo, el desglose sectorial muestra que solo el sector servicios tuvo un crecimiento positivo (0,8% intertrimestral), mientras que la producción retrocedió en la agricultura, la industria y la construcción, e indica que la economía británica seguirá desacelerándose como consecuencia del *brexit*.

**Los indicadores de actividad apuntan a un ritmo de avance moderado.** Tanto los primeros indicadores disponibles del 4T 2016 como los que todavía se van publicando del 3T 2016 describen una recuperación de la eurozona que prosigue a un ritmo estable. En este sentido, la producción industrial repuntó en agosto un 0,8% (variación interanual promedio de los últimos tres meses) para acercarse al promedio del 2T 2016 (0,9%). Además, el índice PMI se mantiene cómodamente en la zona compatible con la expansión económica (por encima de 50 puntos) y en octubre aumentó hasta los 53,7 puntos, lo que compensa el ligero deterioro experimentado tras el resultado del referéndum sobre el *brexit*. Finalmente, en el mismo tono, el índice de sentimiento económico (ESI) de la eurozona

### Eurozona: previsiones del FMI

Variación anual (%)

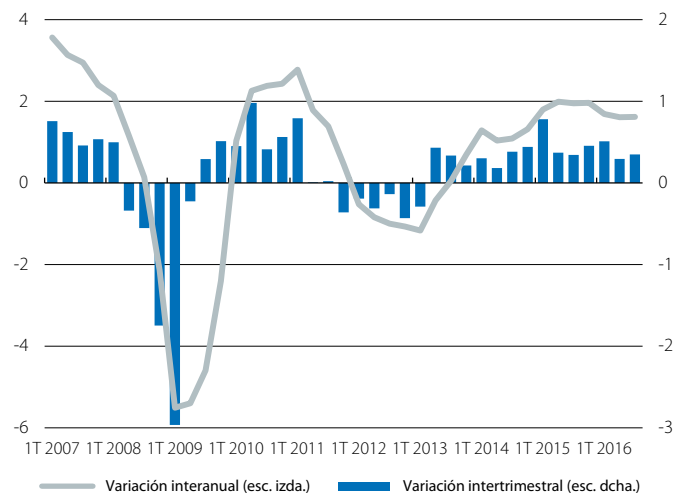
	Previsión PIB			Variación respecto previsión julio 2016	
	2015	2016	2017	2016	2017
Eurozona	2,0	1,7	1,5	▲ 0,1	▲ 0,1
Alemania	1,5	1,7	1,4	▲ 0,1	▲ 0,2
Francia	1,3	1,3	1,3	▼ 0,2	▲ 0,1
Italia	0,8	0,8	0,9	▼ 0,1	▼ 0,1
España	3,2	3,1	2,2	▲ 0,5	▲ 0,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, octubre de 2016).

### Eurozona: PIB

Variación interanual (%)

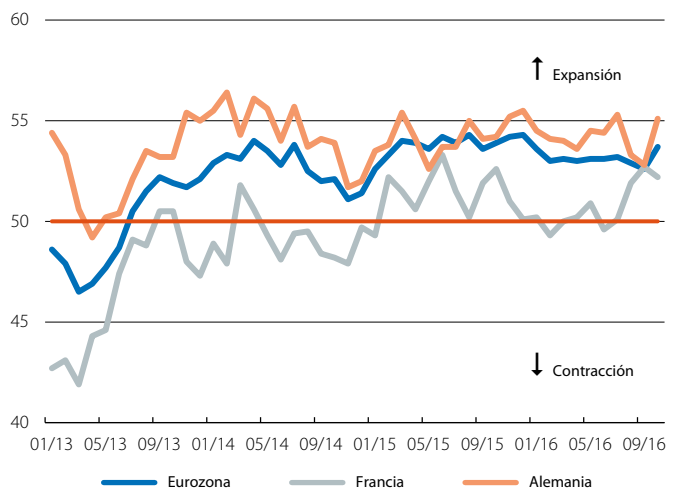
Variación intertrimestral (%)



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

### Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

alcanzó máximos anuales al situarse en los 106,3 puntos en octubre (+1,4 puntos respecto a septiembre). Por países, los indicadores destacan el impulso de Alemania, con una recuperación de la producción industrial en agosto (0,5%) y una importante mejora del índice PMI (hasta los 55,1 puntos en octubre, el mejor registro del año) y del ESI (en los 108,7 puntos en octubre, el máximo del año).

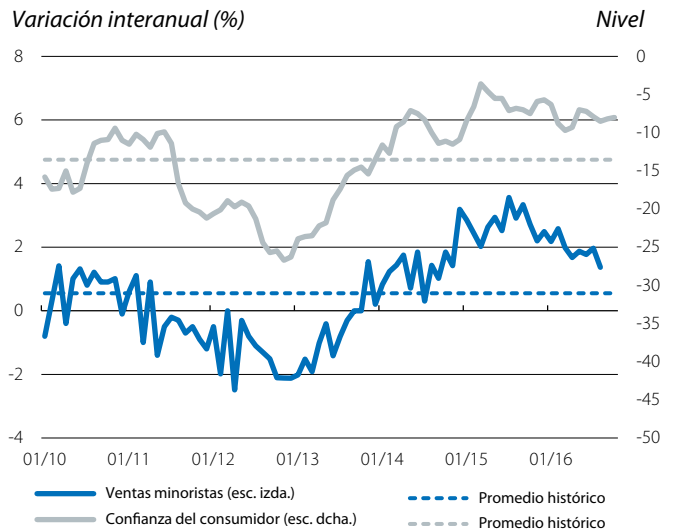
**La demanda doméstica mantiene el empuje de la recuperación.** Los primeros datos del 4T 2016 señalan la continuación del buen tono en el consumo de los hogares. Concretamente, el índice de confianza del consumidor de la eurozona mostró estabilidad en octubre con un registro de -8,0 puntos, ligeramente mejor que el promedio de -8,2 del 3T. Asimismo, los indicadores que se van conociendo del 3T sugieren que el consumo privado tuvo un papel importante en el avance de la actividad. En particular, las ventas minoristas aumentaron de media un 1,5% interanual en los meses de julio y agosto, una cifra similar a la del 2T y que sigue situando al consumo privado como uno de los principales apoyos de la recuperación de la eurozona.

**El repunte de la inflación prosigue según lo previsto.** El índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de octubre señala que la inflación general de la eurozona aumentó hasta el 0,5%, 1 décima por encima del dato de septiembre, mientras que la subyacente se desaceleró ligeramente hasta el 0,7%, 0,1 p. p. por debajo del registro anterior. El avance de la inflación general responde a la menor caída del componente energético y, en este sentido, en los próximos meses esperamos seguir observando una recuperación sostenida con la desaparición gradual del efecto base de las caídas del precio del petróleo observadas en 2014 y 2015. La inflación subyacente, por su parte, aumentará paulatinamente de la mano del avance de la actividad.

**La consolidación de la recuperación se produce en un entorno exterior desfavorable.** Los últimos datos disponibles, de julio de 2016, muestran que la demanda doméstica de la UE es la que está empujando a las exportaciones de los distintos países europeos, y que está contrarrestando el descenso de la demanda exterior. Las cifras señalan que las exportaciones hacia fuera de la UE se han contraído, en términos reales, desde septiembre de 2015. Sin embargo, en los dos últimos años las exportaciones intraeuropeas continúan expandiéndose de manera sostenida (con la excepción de mayo de 2016), aupadas por la recuperación de la demanda interna. De este modo, la solidez de la recuperación doméstica ha permitido mitigar el impacto de la desaceleración de las economías emergentes en 2016.

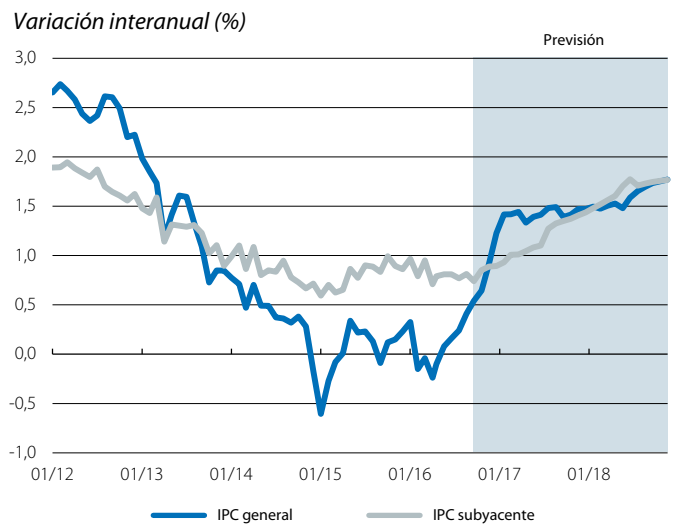
**El nivel de deuda pública se mantiene elevado.** A pesar de que continúa la reducción del déficit público, que en el conjunto de la eurozona se situó en el 1,5% del PIB en el 2T 2016, la deuda de los estados se ha mantenido estable y por encima del 90% del PIB. En concreto, en el 2T 2016 la deuda pública representaba el 91,2% del PIB en el conjunto de la eurozona, prácticamente el mismo nivel que en el 3T 2015 (91,5%). Esta estabilidad, no obstante, esconde comportamientos dispares entre

**Eurozona: indicadores de consumo**



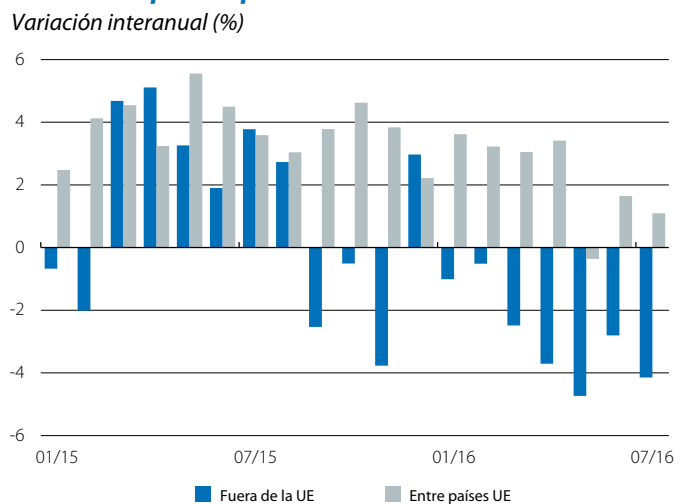
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

**Eurozona: IPC armonizado**



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

**Unión Europea: exportaciones \***



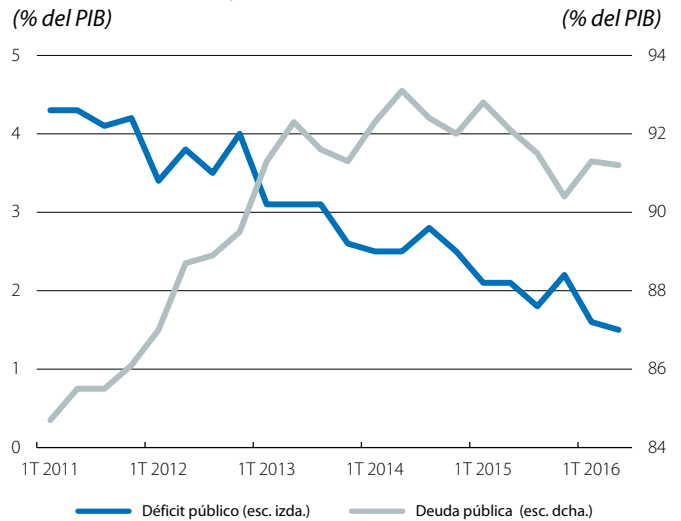
Nota: \* Datos a precios constantes. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

países. Por un lado, la deuda pública se está reduciendo más rápidamente en países que partían, en 2015, de un nivel de deuda menor, como Alemania (70,1% en el 2T 2016, -2,5 p. p. respecto al 2T 2015), Irlanda (77,8% en el 2T 2016, -13 p. p. respecto al 2T 2015) y Países Bajos (63,7 p. p. en el 2T 2016, -3,3 p. p. respecto al 2T 2015). Por otro lado, en otro grupo de países, el endeudamiento se ha mantenido estable o incluso ha aumentado (Bélgica, España, Francia, Italia, Austria y Portugal). Dado que este segundo grupo tiene unos niveles de endeudamiento público más elevados, es importante que encaucen la reducción de la deuda para alcanzar niveles más sostenibles. Además, en un contexto en el que el peso de las medidas de estímulo recae desproporcionadamente sobre la política monetaria, también es importante que aquellos países con margen fiscal lo aprovechen para impulsar el crecimiento y permitan un mayor equilibrio entre las políticas monetaria y fiscal.

**Las condiciones financieras siguen siendo muy laxas y apoyan la recuperación de la demanda doméstica.** La encuesta de préstamos bancarios del BCE muestra que en el 3T los hogares dispusieron de más facilidades para acceder a préstamos al consumo y para la compra de vivienda, mientras que las empresas siguieron beneficiándose de la relajación obtenida en los trimestres anteriores. La encuesta indica que esta relajación de los criterios de aprobación de préstamos se debe, en gran medida, a las presiones competitivas en el sector bancario. Precisamente, estas presiones competitivas se unen a un entorno de tipos de interés negativos que presiona la rentabilidad del sector lo que, a su vez, resta efectividad a la política monetaria expansiva del BCE. Para reducir la responsabilidad de estimular la economía que recae sobre la política monetaria, es importante que no se pierda impulso en el proceso de reformas estructurales y que la política fiscal procure mantener una composición más favorable al crecimiento.

**La incertidumbre política se suma al débil crecimiento en Italia.** Las previsiones de crecimiento de Italia se sitúan en el 0,9% para 2016 y en el 0,8% para 2017, pero la ausencia de una estrategia integral para solucionar los problemas de la banca (que tiene un elevado nivel de créditos dudosos) supone un importante foco de inestabilidad. Además, el próximo 4 de diciembre se celebra el referéndum sobre la reforma constitucional italiana que persigue facilitar el proceso legislativo. El gran número de indecisos que muestran las encuestas (superior al 30%) mantiene elevada la incertidumbre alrededor del resultado y una victoria clara del «no» podría poner en riesgo la estabilidad política y el impulso reformista.

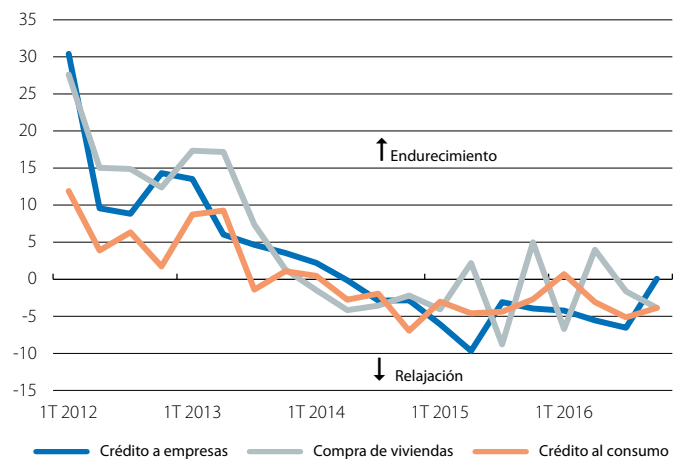
**Eurozona: déficit y deuda pública**



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

**Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios**

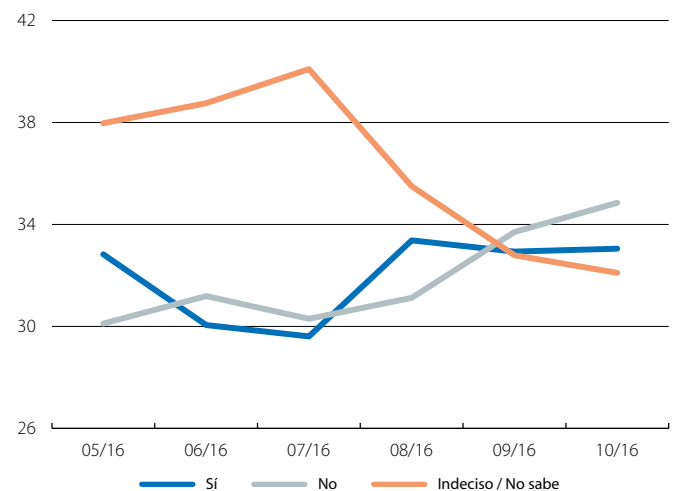
Entidades que endurecen (+) o relajan (-) los criterios de aprobación de los préstamos (% neto)



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

**Referéndum constitucional en Italia: sondeos**

Intención de voto (% sobre el total)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de un conjunto de encuestas.