

COYUNTURA · La eurozona mejora el tono a final de año

A pesar del *brexit*, la recuperación de la eurozona continúa avanzando a ritmo moderado apoyada en la política monetaria expansiva del BCE, la caída del precio del petróleo y la depreciación del euro. El impacto del *brexit* sobre el crecimiento está siendo más contenido que el previsto inicialmente. Muestra de ello es la mejora generalizada de los indicadores económicos en los últimos meses. Asimismo, la Comisión Europea, en su informe de otoño, no ha cambiado sustancialmente sus previsiones para 2016 y 2017. La Comisión prevé un crecimiento para la eurozona en 2016 del 1,7% y espera un ritmo de crecimiento similar, aunque algo menor, para 2017 (del 1,5%, prácticamente en línea con el 1,4% de CaixaBank Research) debido a la pérdida de impulso de algunos vientos de cola (como la recuperación del precio del petróleo) y el repunte de la incertidumbre política por las elecciones en Francia, Países Bajos y Alemania. La entidad también recuerda que el escenario de previsiones sigue muy condicionado a la resolución favorable de los riesgos externos, como un menor crecimiento global, una mayor debilidad del comercio mundial y un recrudecimiento de las tensiones geopolíticas.

El ritmo de crecimiento sigue siendo muy distinto entre países y destaca el avance de la periferia. Eurostat confirmó que el ritmo de crecimiento del PIB de la eurozona en el 3T fue del 0,3% intertrimestral, el mismo que en el trimestre anterior. Por países, destaca en positivo el fuerte avance de Portugal, con un aumento del 0,8% (+0,5 p. p. respecto al 2T), España y Grecia. En Alemania, aunque el incremento fue algo menor de lo esperado (0,2% intertrimestral), el avance de la demanda interna, con una contribución al crecimiento de 0,4 p. p., sugiere que la tendencia de fondo sigue siendo positiva. Para los próximos trimestres, esperamos que el conjunto de la eurozona mantenga un ritmo de crecimiento similar, entre el 0,3% y el 0,4% intertrimestral, aunque todo apunta a que las marcadas diferencias entre países también se mantendrán.

El crecimiento en los países de la Europa emergente se ralentiza temporalmente. Los datos del PIB del 3T muestran que los países de la región mantienen un ritmo de crecimiento elevado, aunque inferior al del 2T. Por países, continúa destacando el crecimiento de Rumanía y Eslovaquia, por encima del 4% y del 3% interanual, respectivamente. Por otro lado, Polonia, Hungría y la República Checa decepcionaron con un avance menor de lo esperado. No obstante, de acuerdo con el escenario de continuación de la recuperación en la eurozona, las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres en los países de la Europa emergente son positivas. Se espera que el crecimiento, tanto en 2016 como en 2017, en la mayoría de estos países, sea de alrededor del 3,0%.

Los indicadores de actividad apuntan a una cierta aceleración del ritmo de crecimiento en el 4T. Así lo refleja el índice compuesto PMI, que se mantiene cómodamente en zona

Eurozona: previsiones del PIB de la Comisión Europea

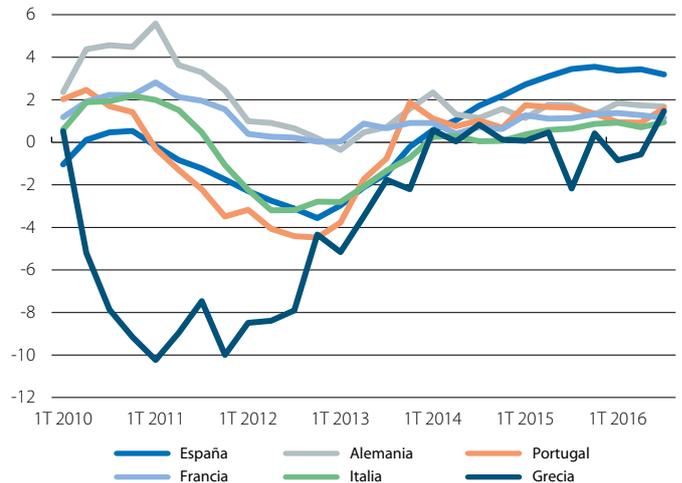
Variación anual (%)

	Previsión			Variación respecto a previsión mayo 2016	
	2016	2017	2018	2016	2017
Eurozona	1,7	1,5	1,7	▲ 0,1	▼ 0,3
Alemania	1,9	1,5	1,7	▲ 0,3	▼ 0,1
Francia	1,3	1,4	1,7	=	▼ 0,3
Italia	0,7	0,9	1,0	▼ 0,4	▼ 0,4
España	3,2	2,3	2,1	▲ 0,6	▼ 0,2
Portugal	0,9	1,2	1,4	▼ 0,6	▼ 0,5

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (European Economic Forecast, otoño de 2016).

PIB

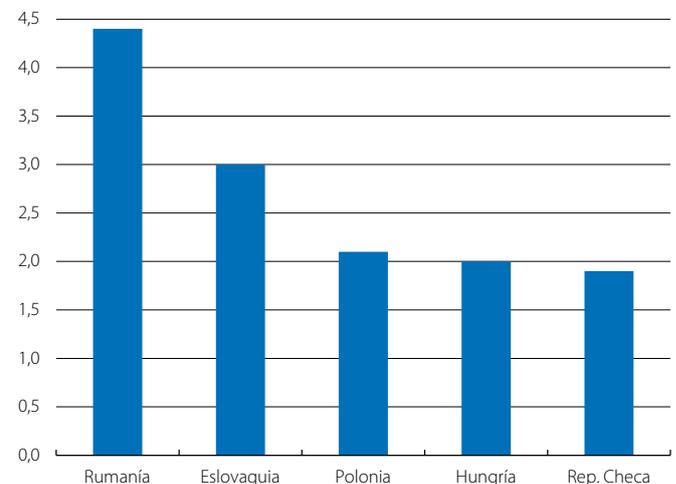
Variación interanual (%)



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

Europa emergente: PIB del 3T 2016

Variación interanual (%)



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

expansiva (por encima de los 50 puntos) y, en noviembre, se aceleró hasta los 54,1 puntos, el nivel más alto de los últimos 11 meses. Por su parte, el índice de sentimiento económico (ESI) en el 4T se mantiene en niveles máximos anuales (106,5 puntos). Por países, destaca especialmente Alemania, con un índice PMI que se sitúa en los 55 puntos en el promedio de octubre y noviembre y un indicador de sentimiento empresarial IFO que en noviembre alcanzó el nivel más alto de los últimos tres años.

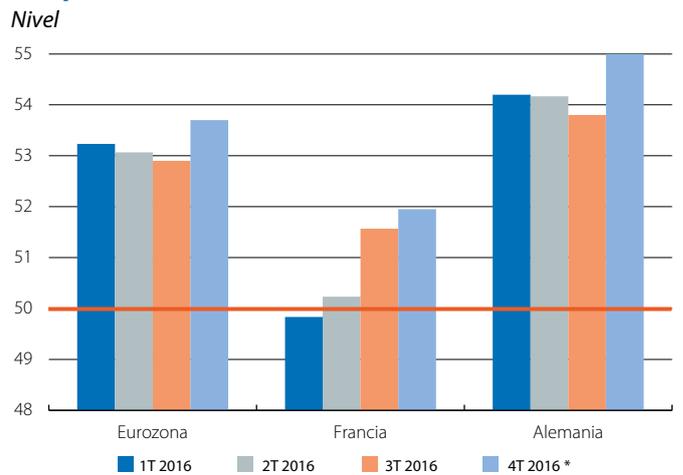
La demanda interna sigue siendo el motor de la recuperación económica. Las ventas minoristas aumentaron un 1,3% interanual en septiembre y cerraron el 3T 2016 con un crecimiento promedio del 1,5%. Este avance, aunque algo menor que el del 2T (1,9%), sigue situando al consumo privado como uno de los principales apoyos de la recuperación económica de la eurozona. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona aumentó considerablemente en noviembre, hasta situarse en los -6,1 puntos (-8,0 en octubre), el nivel más alto de 2016. En los próximos meses, se espera que el buen tono del consumo de los hogares continúe, apoyado en la mejora del mercado laboral y los bajos tipos de interés, y que contribuya al avance de la inflación.

La inflación se aleja de los números rojos. La inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 0,6% en noviembre, 0,1 p. p. por encima del dato de octubre (0,5%). Por otro lado, la inflación subyacente se aceleró ligeramente hasta el 0,8%, 0,1 p. p. por encima del registro anterior. En los próximos meses, esperamos que la inflación general continúe recuperándose a medida que la tendencia alcista del precio del petróleo se vaya afianzando y que la inflación subyacente aumente paulatinamente con el avance de la actividad. En este sentido, la recuperación de las expectativas de inflación de la eurozona es un signo particularmente alentador.

El saldo por cuenta corriente de la eurozona se mantiene en terreno positivo. El superávit de la balanza por cuenta corriente de la eurozona (acumulado de 12 meses) alcanzó los 337.500 millones de euros en septiembre, un registro equivalente al 3,2% del PIB y superior a los 322.500 millones de euros de septiembre de 2015. El aumento se debió, en buena parte, a un mayor superávit en el saldo de bienes (368.100 millones de euros, equivalente al 3,5% del PIB), impulsado por el bajo precio del petróleo y la depreciación del euro. Para los próximos trimestres, esperamos que el superávit externo disminuya gradualmente a medida que el precio del petróleo se recupere y las importaciones aumenten con la recuperación de la inversión en la eurozona.

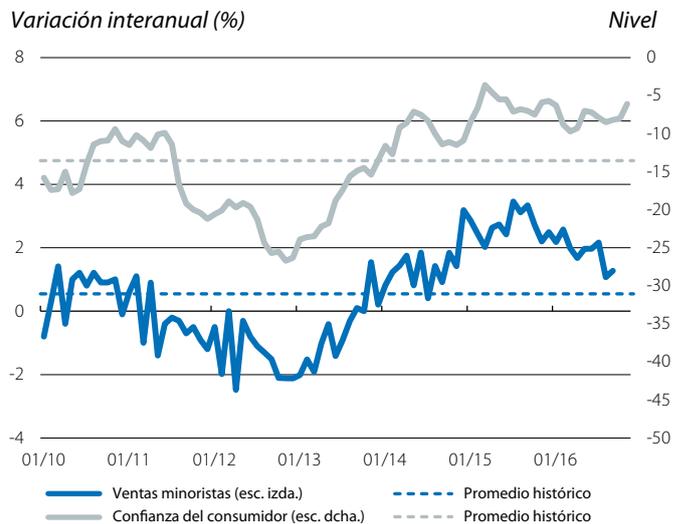
La Comisión Europea pide a los países que tienen margen fiscal que lo utilicen correctamente para dar más apoyo a la política monetaria del BCE. La Comisión recomienda que se implemente una política fiscal moderadamente expansiva en el conjunto de la eurozona con el fin de impulsar la recuperación. Además, la Comisión ha subrayado la importancia de que los países que disponen de margen fiscal lo usen para

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto



Nota: * 4T 2016 incluye datos de octubre y noviembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo



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

Eurozona: expectativas de inflación *



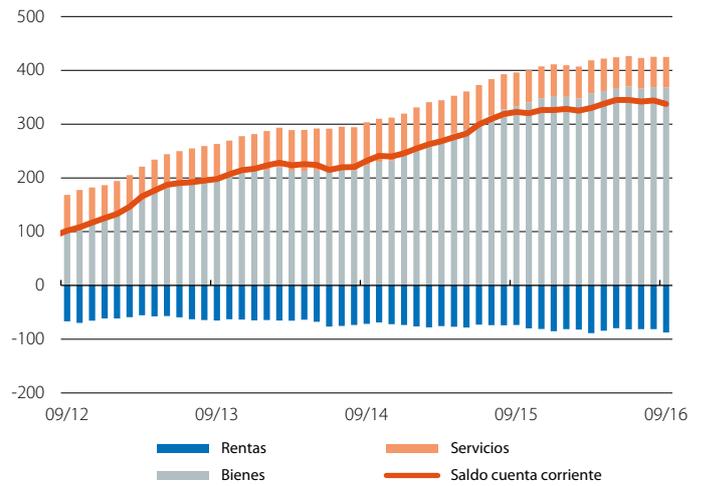
Nota: * Expectativa del mercado sobre el nivel medio de inflación que habrá durante 5 años dentro de 5 años (5y 5y inflation swap).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

impulsar el crecimiento y de que aquellos que no disponen de espacio fiscal mejoren la estructura de sus finanzas públicas para apoyar la inversión tanto pública como privada y dirijan los recursos a usos que aumenten el crecimiento potencial de la economía. De todas formas, el mensaje lanzado por la Comisión Europea ha sido recibido con cierto escepticismo. En este sentido, todo apunta a que la política fiscal en el conjunto de la eurozona en 2017 volverá a ser neutral en términos generales, después del tono ligeramente expansivo que tuvo en 2016. De hecho, la propia Comisión prevé que la reducción del déficit público en el conjunto de la eurozona continúe y pase del 1,8% del PIB en 2016 al 1,5% en 2017 y que la deuda pública disminuya del 91,6% del PIB en 2016 al 90,6% en 2017. Cabe mencionar que la Comisión, al analizar los presupuestos de los países miembros, ha pedido a España esfuerzos adicionales para cumplir con el objetivo de déficit en 2017 y ha alertado a Italia y Portugal de la importancia de mantener un plan presupuestario a medio plazo creíble dada la elevada deuda pública que tienen. Por otro lado, la Comisión ha pedido a Alemania que aumente su gasto en infraestructuras, educación e I+D, ya que cuenta con el espacio fiscal para hacerlo.

Francia: lenta recuperación antes de las presidenciales. El crecimiento de la economía gala continúa siendo modesto, con una composición frágil y vulnerable a shocks externos. Concretamente, la demanda interna mantiene un tono positivo, pero discreto, con un consumo privado y público que siguen mostrando signos de debilidad y una inversión que, tras un largo periodo de letargo, ahora empieza a ofrecer señales de recuperación. Para el 4T, dada la mejora de los indicadores, es probable que se produzca un ligero repunte en el ritmo de avance de la actividad, lo que permitirá cerrar el año con un crecimiento del 1,2%. Para 2017, y de acuerdo con las previsiones para la eurozona, todo apunta a que el ritmo de crecimiento seguirá siendo muy similar al actual. La situación económica de Francia, por tanto, hace más necesario que nunca que en las elecciones previstas para el año que viene sea escogido un presidente con una agenda de reformas ambiciosa que mejore la capacidad de crecimiento del país a largo plazo. Sin embargo, el aumento de la fragmentación del voto hace que el resultado sea, a día de hoy, muy incierto y no todos los candidatos que parece que tienen una probabilidad importante de vencer presentan una agenda económica con estas prioridades. En este sentido, destaca el alza del Frente Nacional, que defiende una política económica proteccionista, tanto en materia de aranceles como de inmigración, y llevar a cabo un referéndum para que Francia salga del euro. En los próximos meses, por tanto, se deberá seguir con mucha atención la evolución de las encuestas, aunque en elecciones recientes hayan tenido una fiabilidad limitada, y cómo se va concretando la agenda económica de los principales candidatos.

Eurozona: cuenta corriente

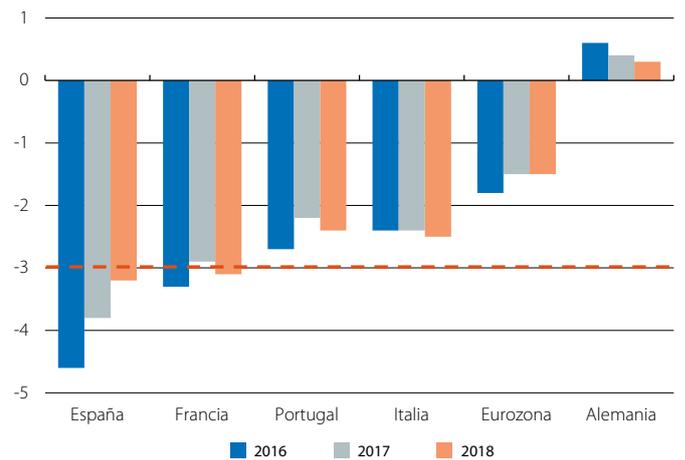
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



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

Eurozona: previsiones de superávit (+) o déficit (-) público de la Comisión Europea

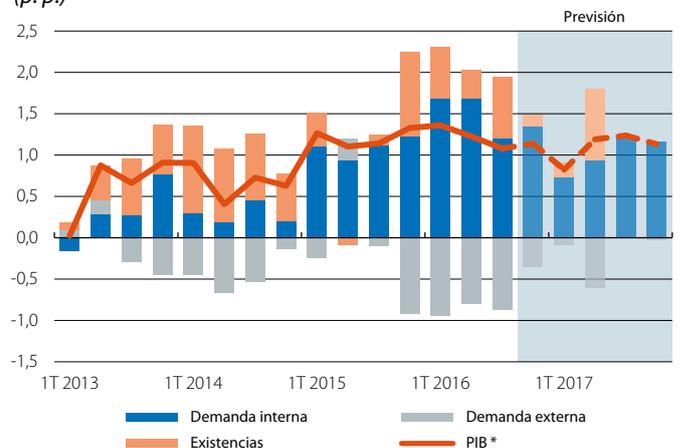
(% del PIB)



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

Francia: contribuciones al crecimiento interanual del PIB

(p. p.)



Nota: * Variación interanual.

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