

COYUNTURA · Efectos contenidos del *brexit* en la eurozona

Se mantiene el escenario de recuperación gradual en la eurozona, aunque los riesgos siguen siendo elevados. El *brexit* se ha producido en un contexto económico relativamente favorable para la eurozona, con un crecimiento que, sin ser brillante, se va consolidando en cotas moderadas. El consumo de los hogares, aupado por las medidas tomadas por el BCE, no se ha visto afectado por el repunte temporal de la incertidumbre y se mantiene como uno de los pilares de la recuperación. Es por ello que la rebaja en las previsiones efectuadas por CaixaBank Research, y la mayoría de organismos internacionales, ha sido muy moderada. El FMI, por ejemplo, solo rebajó unas décimas las previsiones de crecimiento de 2017 y, de hecho, revisó al alza las de 2016 porque los datos del primer semestre han sido mejor de lo que se esperaba. Como se describe en el Focus «La incertidumbre tras el *brexit* y su impacto sobre el crecimiento económico» en este mismo Informe Mensual, en el Reino Unido el efecto del *brexit* sí que será significativo.

La recuperación prosiguió en el 2T a distintas velocidades. El ritmo de crecimiento del PIB de la eurozona justo antes del *brexit* fue del 0,3% intertrimestral, un ritmo acorde con lo esperado y similar al de los últimos tres trimestres. Sin embargo, y también como viene siendo habitual, los países de la eurozona avanzaron a ritmos dispares. Siguen destacando positivamente España, que mantuvo el fuerte ritmo de los últimos tres trimestres, y Alemania. En cambio, Portugal, Francia e Italia se mantienen más rezagados. Aunque en distinta medida, en el 2T tanto en Alemania como en Francia la demanda externa contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la interna lo hizo negativamente debido a la caída temporal de la inversión y de las existencias. Prevemos que en los próximos trimestres la demanda interna vuelva a recuperar el papel protagonista como sostén del crecimiento de ambos países. Por su lado, el PIB del Reino Unido creció un 0,6% en el 2T, impulsado por el buen comportamiento de la demanda interna, un apoyo con el que difícilmente podrá contar la economía británica en los próximos trimestres debido a la incertidumbre generada por el *brexit*.

Los datos post-*brexit* apuntan a un mantenimiento del ritmo de crecimiento de la eurozona en el segundo semestre. El índice PMI compuesto para la eurozona en agosto alcanzó los 53,3 puntos, un máximo de siete meses. Por su lado, el índice de sentimiento económico bajó ligeramente hasta los 103,5 puntos en agosto, pero se mantiene en cotas similares a las del primer semestre del año. Cabe mencionar el repunte en Francia del índice PMI, hasta los 51,6 puntos (50,1 en julio), y del índice de sentimiento económico, hasta los 100,9 puntos (100,1 en julio). Ambos indicadores se alejan de la zona de recesión a la que se habían acercado durante los últimos meses y se sitúan en cotas más acordes con el ritmo de avance que ha presenta-

Eurozona: previsiones del PIB del FMI

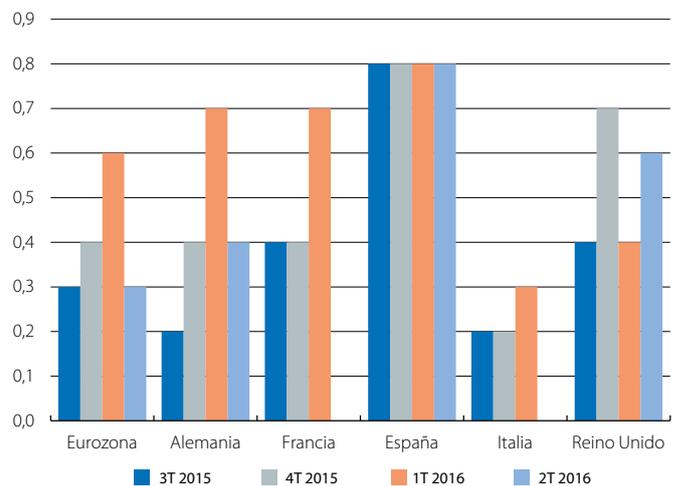
Variación anual (%)

	Previsión			Variación respecto previsión abril 2016	
	2015	2016	2017	2016	2017
Eurozona	1,7	1,6	1,4	▲ 0,1	▼ -0,2
Alemania	1,5	1,6	1,2	▲ 0,1	▼ -0,4
Francia	1,3	1,5	1,2	▲ 0,4	▼ -0,1
Italia	0,8	0,9	1,0	▼ -0,1	▼ -0,1
España	3,2	2,6	2,1	= 0,0	▼ -0,2
Reino Unido	2,2	1,7	1,3	▼ -0,2	▼ -0,9

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

PIB

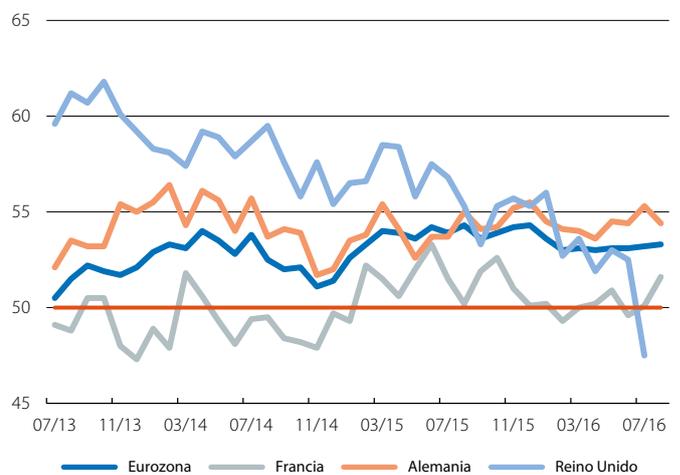
Variación intertrimestral (%)



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

Eurozona: PMI compuesto

Nivel



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

do, y muy probablemente seguirá presentando, la economía gala: tasas de crecimiento positivas, pero modestas. En el caso del Reino Unido, después del *brexít* el índice PMI compuesto cayó hasta los 47,7 puntos en julio (52,4 en junio), en zona de contracción de la actividad. Ello refleja el impacto negativo que está teniendo el aumento de la incertidumbre sobre la economía británica.

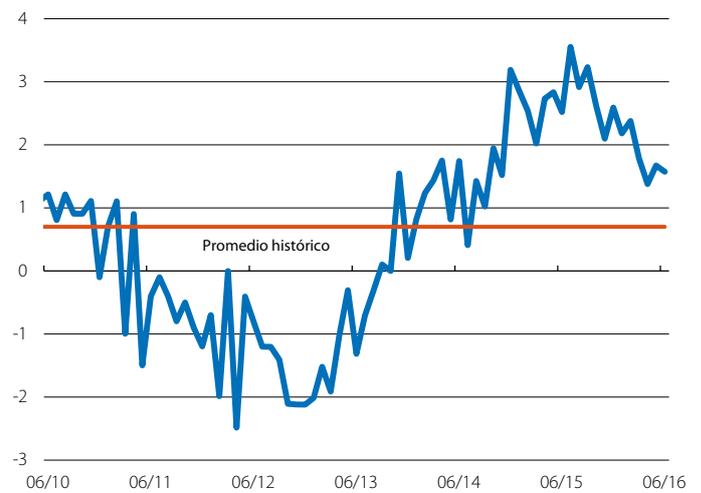
El consumo de los hogares sigue avanzando a un ritmo firme. Las ventas minoristas aumentaron un 1,6% interanual en junio, un ritmo similar al de los dos meses anteriores (crecimiento promedio del 1,5% en el 2T). Aunque la tendencia de los últimos trimestres es claramente descendente, el ritmo de avance se mantiene por encima del promedio histórico del 0,7%, por lo que el consumo privado sigue manteniéndose como uno de los principales apoyos de la recuperación económica. Los datos disponibles para el 3T siguen siendo alentadores. Por ejemplo, el índice de confianza del consumidor se situó en -8,2 puntos en julio y agosto en promedio, niveles parecidos a los dos primeros trimestres del año. Por su parte, la tasa de paro se mantuvo en el 10,1% en julio, 7 décimas por debajo del nivel de hace un año.

La inflación continúa en positivo. Tanto en julio como en agosto, la inflación se mantuvo en el 0,2% gracias a una menor caída de su componente energético y del impulso de los precios de los alimentos. Así, registró su tercer mes consecutivo en positivo desde enero y dejó atrás las tasas negativas de la primera mitad del año. En los próximos meses prevemos que la inflación siga su recuperación gradual con el avance de la actividad y la desaparición del efecto de la caída del precio del petróleo.

En el Reino Unido, el Banco de Inglaterra reacciona ante el *brexít*. La evolución de la libra esterlina es uno de los indicadores que recoge mejor el impacto de la incertidumbre generada por el *brexít*, con una depreciación de más de un 10% respecto al dólar y el euro. Ante este escenario, la reacción del Banco de Inglaterra fue rápida y contundente, anunciando un amplio paquete de medidas de estímulo. Concretamente, recortó el tipo oficial en 25 p. b. hasta el 0,25% (y abrió la puerta a otro recorte en los próximos meses), amplió el programa de compra de activos de deuda pública en 60.000 millones de libras durante seis meses, y lanzó un programa de compra de activos de deuda corporativa por valor de 10.000 millones de libras durante un año y medio. Asimismo, creó una nueva facilidad de financiación para el sector bancario de 100.000 millones de libras al tipo oficial para incentivar la concesión de crédito y mitigar los efectos indeseados sobre el sector bancario de un entorno de tipos muy bajos (un instrumento similar al esquema creado por el BCE en marzo). Además, ajustó notablemente el cuadro macroeconómico previsto para el Reino Unido. El Banco de Inglaterra prevé ahora un crecimiento del 0,8% en 2017 y del 1,8% en 2018, un crecimiento significativamente menor al esperado antes del *brexít* (del 2,3% para ambos años).

Eurozona: ventas minoristas

Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

Variación interanual (%)



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

Reino Unido: tipo de cambio de la libra esterlina frente al euro y al dólar



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

Los riesgos políticos en la UE se mantienen elevados. En los próximos trimestres se irá definiendo cómo se articulará el proceso de salida del Reino Unido. Uno de los hitos a corto plazo en los que se empezará a vislumbrar el tono con el que se llevarán a cabo las negociaciones es la cumbre que se producirá a mediados de septiembre entre los distintos países de la UE y en la que, por primera vez, no asistirá el Reino Unido. A día de hoy, todo apunta a que el apretado calendario electoral de los próximos trimestres a nivel europeo situará el proceso negociador en la vía lenta.

La situación de solvencia de la banca europea ha mejorado, aunque preocupa la banca italiana. Los resultados de los test de estrés llevados a cabo por la EBA y el BCE mostraron un grado de resistencia considerable del sector. La banca europea poseía a finales de 2015 una ratio de capital CET1 fully loaded del 12,6%, una situación mucho más confortable que en ejercicios anteriores. Asimismo, la ratio de capital en el escenario adverso del test de estrés se mantenía en un holgado 9,2%. Sin embargo, el caso de la banca italiana requiere especial mención dado el elevado peso de los préstamos dudosos en los balances de algunos de sus bancos. Concretamente, en un escenario adverso como el planteado en el test de estrés, la ratio de capital caería en agregado casi 4 p. p. Las diferencias entre entidades, sin embargo, serían notables. El caso más extremo es el de Monte dei Paschi di Siena, que sufriría una caída de la ratio de capital hasta el -2,4%. La reacción no se ha hecho esperar y ya ha anunciado un plan de saneamiento que contempla la venta de un importante paquete de préstamos dudosos y una ampliación de capital de 5.000 millones de euros. Este plan, y el anunciado por otras entidades, no están exentos de riesgos, por lo que todavía hay dudas sobre la celeridad y la magnitud del ajuste que va a llevar a cabo la banca italiana.

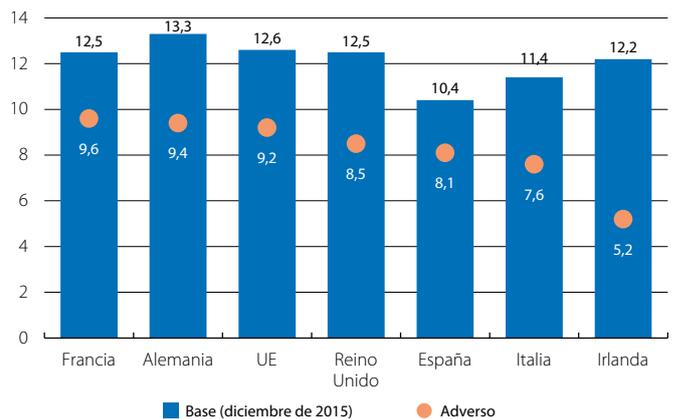
Portugal, una economía periférica en el punto de mira. El aumento de la percepción de riesgo ha vuelto a presionar los costes de financiación del país luso. Por un lado, la economía portuguesa creció a un ritmo inferior al esperado por el conjunto de analistas (0,8% interanual en el 2T, frente al 1,2% previsto). A esto se suma la preocupación sobre la solidez del Gobierno y la situación de las finanzas públicas. La CE concluyó que Portugal no tomó las medidas suficientes para corregir el déficit público en 2014 y 2015. De todas formas, no impuso una multa económica y relajó el ajuste del déficit a realizar en los próximos ejercicios (aunque su consecución requiere un ajuste presupuestario adicional). Finalmente preocupa la situación de la banca portuguesa y, en particular, la situación de Caixa Geral de Depósitos. En agosto se aprobó su plan de recapitalización, que está condicionado a un recorte de los costes, cambios en el gobierno corporativo y un refuerzo del equipo de gestión. Ante esta situación, la agencia de rating DBRS (la única que todavía sitúa en grado de inversión el rating portugués) manifestó que, aunque mantenía la perspectiva en «estable», se mostraba preocupada por la situación del país y podría revisar el rating en octubre.

Eurozona: principales citas políticas en Europa durante los próximos meses

2016	2 de octubre	Austria	Elección presidencial (repetición)
	2 de octubre	Hungría	Referéndum sobre normas inmigración UE
	Octubre (día a decidir)	Italia	Referéndum reforma constitucional
	15 de marzo	Holanda	Elecciones al parlamento
2017	Abril (día a decidir)	Hungría	Elecciones presidenciales
	23 de abril y 4 de mayo	Francia	Elecciones presidenciales (1.ª y 2.ª vuelta)
	11 de junio y 18 de junio	Francia	Elecciones al parlamento (1.ª y 2.ª vuelta)
	Octubre (antes del 22)	Alemania	Elecciones al parlamento
	A lo largo del año	Reino Unido/UE	Negociaciones sobre el brexit

Fuente: CaixaBank Research.

Ratio de capital en el escenario base y en el adverso del test de estrés de la EBA (%)



Nota: Ratio de capital CET1 fully loaded incorpora todas las exigencias del regulador de cara a 2019 aunque con los datos actuales.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la European Banking Authority (EBA).

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años (%)



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