

COYUNTURA · Fortalecimiento de la economía de la eurozona en un entorno con riesgos políticos

El crecimiento económico de la eurozona se consolida a pesar de la incertidumbre. Tras varios años de avance moderado y desigual en la eurozona, la recuperación cíclica se ha fortalecido en la mayoría de sus economías. Las previsiones de CaixaBank Research apuntan a un crecimiento de la eurozona del 1,7% tanto para 2017 como para 2018. En la misma línea, el FMI prevé un crecimiento de la eurozona del 1,7% en 2017 y del 1,6% en 2018, y refleja así una leve revisión al alza en la mayoría de economías de la eurozona respecto a su previsión de enero. La demanda interna en la eurozona continúa ganando solidez respaldada por el consumo privado tras la recuperación gradual del mercado laboral y por la mejora de la inversión empresarial. Asimismo, el sector exterior está aumentando su dinamismo, apoyado en una mayor demanda global y un euro más débil. Por el momento, algunos de los riesgos políticos que al iniciar 2017 nublaban el horizonte empiezan a despejarse (resultados de las elecciones en los Países Bajos y de la primera vuelta en Francia, y menor apoyo de la ultraderecha en Alemania). Cabe señalar, además, que el Eurogrupo llegó a un preacuerdo con Grecia para los siguientes desembolsos del tercer programa de rescate y que las negociaciones del *brexit* parece que se iniciarán ordenadamente. Sin embargo, aún quedan varias citas electorales en los países del núcleo de la eurozona, la negociación con Grecia aún no incluye medidas de alivio de la deuda a largo plazo y el proceso de negociación del *brexit* se espera que sea largo y complejo. En este sentido, los países de la UE-27 fijaron unánimemente, el 29 de abril, no solo su posición negociadora frente al Reino Unido sino también la forma en que las negociaciones tendrán lugar. Hasta que no se clarifiquen los impactos para los ciudadanos y las empresas de la salida del Reino Unido y todos los derechos y obligaciones que tiene el país por haber sido miembro de la UE, no se pasará a una segunda fase de discusión sobre el posible futuro marco de relación entre el mismo y la UE-27.

Los indicadores de actividad auguran un mayor ritmo de crecimiento en la primera mitad de 2017. A la espera de los datos de crecimiento del PIB del 1T para la eurozona, la mayoría de indicadores de sentimiento económico apuntan a una aceleración del ritmo de avance de la actividad. El índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para la eurozona avanzó en los cuatro primeros meses del año, hasta los 56,7 puntos en abril, en una zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos) y su nivel máximo desde abril de 2011. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) alcanzó 109,6 puntos en abril, el nivel más elevado desde agosto de 2007. Además, el avance de los indicadores de actividad fue generalizado en las mayores economías de la eurozona. Por lo que se refiere a otros datos *hard* de actividad, la producción industrial en la eurozona aumentó un 1,2% interanual en febrero, destacando el avance del 2,5% en España, del 2,2% en Italia y del 1,5% en Alemania. En Francia, país del que ya disponemos de datos de PIB del 1T,

Eurozona: previsiones del FMI

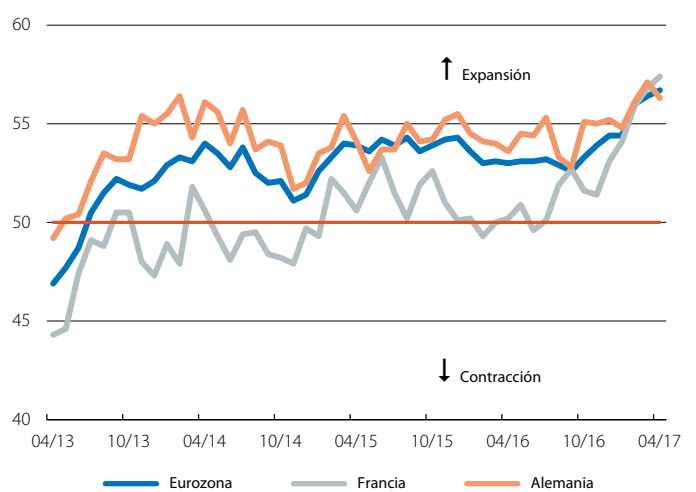
Variación anual (%)

	Previsión PIB			Variación respecto a la previsión enero 2016	
	2016	2017	2018	2017	2018
Eurozona	1,7	1,7	1,6	▲ 0,1	= 0,0
Alemania	1,8	1,6	1,5	▲ 0,1	= 0,0
Francia	1,2	1,4	1,6	▲ 0,1	= 0,0
Italia	0,9	0,8	0,8	= 0,0	▲ 0,3
España	3,2	2,6	2,1	▲ 0,3	= 0,0

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2017).

Indicador de actividad PMI compuesto

Nivel

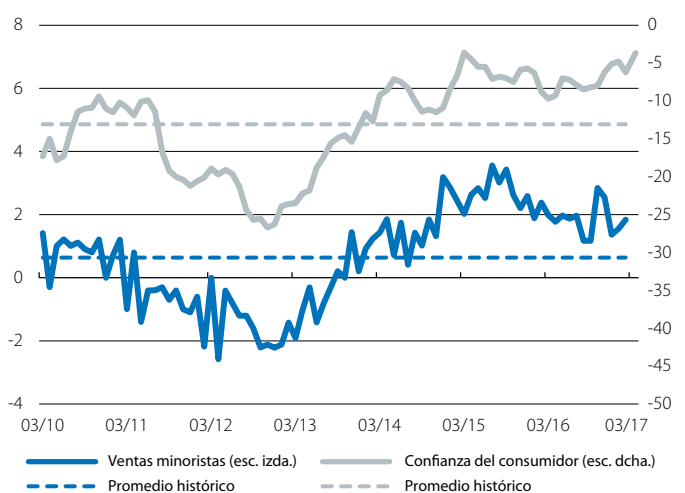


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



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

la actividad avanzó un 0,3% intertrimestral, algo por debajo del 0,5% del 4T 2016 (este último revisado al alza 0,1 p. p.). Este menor ritmo fue debido, en parte, a una ralentización del consumo condicionada por factores estacionales (como un menor consumo energético tras un suave invierno) y un descenso de las exportaciones (especialmente en materiales de transporte). Asimismo, los indicadores de actividad de abril apuntan a una cierta aceleración de la actividad en el 2T en el país galo.

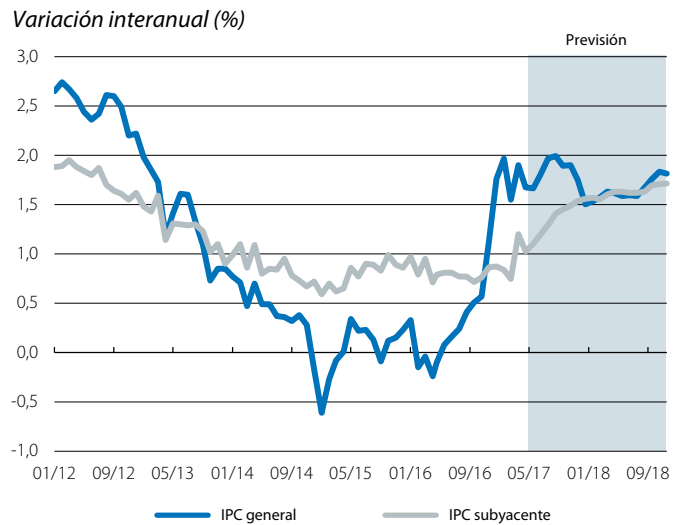
El consumo de los hogares sigue muy robusto. Concretamente, las ventas minoristas de la eurozona aumentaron un 1,8% interanual en febrero (1,6% en enero), ritmos claramente superiores al promedio de los últimos años. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona avanzó durante los cuatro primeros meses del año hasta alcanzar los -3,6 puntos en abril, el nivel más alto desde marzo de 2015. El buen tono del consumo privado es un elemento que da solidez al crecimiento de la eurozona, un patrón que se mantendrá respaldado en los próximos meses por la mejora del mercado laboral y unas condiciones financieras acomodaticias.

La inflación de la eurozona se va normalizando con el avance de la actividad. La inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), avanzó hasta el 1,9% en abril. Esta cifra se situó 4 décimas por encima del dato del mes anterior, debido al fuerte repunte en los precios de los servicios por el efecto calendario de Semana Santa, que en 2016 se celebró en marzo. Más allá de este factor puntual, esperamos una recuperación gradual de la inflación general y la subyacente en los próximos meses de la mano del avance de la actividad, apoyada por las medidas de estímulo del BCE, que continuará el ritmo previsto de compras de bonos (60.000 millones de euros al mes) hasta diciembre de 2017.

Las condiciones financieras se mantienen acomodaticias. El programa de compras del BCE, según la encuesta sobre préstamos bancarios del 1T 2017, mejoró en los últimos seis meses la posición de liquidez del sector bancario y sus condiciones de financiación, aunque ha afectado a su rentabilidad. En este entorno monetario laxo, la demanda de crédito en el 1T 2017 continuó aumentando en todos los segmentos, según la misma encuesta, y las entidades de crédito esperan que continúe haciéndolo en el 2T 2017. Además, los bancos relajaron los criterios de aprobación de los créditos tanto de las empresas como de los hogares, en particular en Alemania. Todo ello es indicativo de que las condiciones financieras seguirán apoyando el avance de la demanda doméstica.

El ajuste fiscal de la eurozona continuó de manera paulatina en 2016. Concretamente, en 2016 el déficit público de la eurozona se redujo hasta el 1,5% del PIB de promedio, 0,6 p. p. por debajo del nivel registrado en 2015 (2,1%). Por su parte, la deuda pública en el conjunto de la eurozona se situó en el 89,2% del PIB en 2016, un nivel elevado, aunque casi 1 p. p. por debajo del registro de 2015 (90,3% del PIB). Esta reducción gradual de la deuda pública, sin embargo, esconde situaciones dispares entre países. En particular, en los países con elevados niveles de deuda como Italia, Portugal, Bélgica, España o Francia, el endeudamiento público se ha mantenido prácticamente estable o inclu-

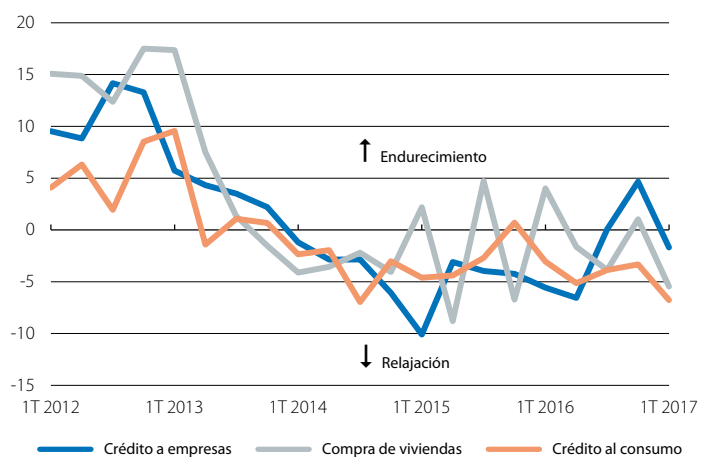
Eurozona: IPC armonizado



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

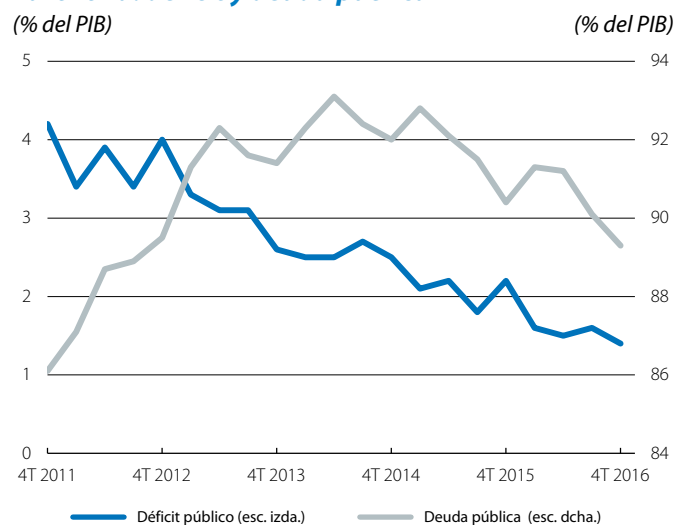
Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

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



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

Eurozona: déficit y deuda pública



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

so ha aumentado. Es importante, sin embargo, que estos países reduzcan de manera más firme su deuda hasta niveles más sostenibles antes del próximo ciclo de crisis económica.

PORTUGAL

La economía portuguesa gana dinamismo en los primeros meses del año. Tras el crecimiento del 1,4% anual en 2016, los indicadores de sentimiento apuntan a una aceleración del ritmo de actividad en 2017. En este sentido, destacan en abril los buenos datos de confianza del consumidor, en máximos históricos, y del índice de sentimiento económico, con el registro más alto desde 2001. Esta mejora se reflejó en la revisión al alza de las previsiones del PIB elaboradas por el Banco de Portugal, hasta el 1,8% en 2017 y el 1,7% en 2018 (respectivamente, +0,4 y +0,2 p. p. superiores a las previsiones de diciembre de 2016). Además, la economía lusa está creciendo de un modo más equilibrado desde 2014. Por un lado, el consumo privado seguirá avanzando a un ritmo similar en 2017, apoyado por la mejora gradual del mercado laboral, mientras que el consumo público lo hará de manera contenida debido al ajuste fiscal. Asimismo, la inversión debería ganar protagonismo en 2017 a medida que disminuye la incertidumbre en un entorno con condiciones de financiación favorables y aumentan los fondos europeos disponibles para la inversión. Por su parte, la demanda externa seguirá mostrando un fuerte dinamismo, con un notable aumento de las exportaciones, que contribuirá a mantener el superávit comercial.

Las ganancias de competitividad han conllevado una mejora significativa del sector exportador portugués, comparable a la de otros vecinos europeos. Concretamente, se ha recuperado la competitividad perdida antes de la crisis, en parte gracias a varios años de moderación salarial. Ello ha impulsado a las exportaciones, que han pasado de suponer el 27% del PIB en 2005 a alrededor del 44% del PIB en 2016. Además, el ímpetu exportador ha tenido lugar en un rango de sectores más variado y hacia un mayor número de destinos. Las exportaciones deberían continuar creciendo a un ritmo sólido en 2017, apoyadas por el avance de la demanda de los socios comerciales más importantes. Así lo muestran los primeros datos disponibles para el año: las exportaciones de bienes aumentaron alrededor del 14% interanual en el acumulado de los dos primeros meses del año, sobre todo por el aumento del comercio extra-UE.

La recuperación de la economía portuguesa se ha trasladado al mercado laboral. La tasa de desempleo se ha reducido de manera pronunciada desde 2013 (alrededor de 2 p. p. por año), ayudada en parte por las ambiciosas reformas laborales emprendidas desde 2011. En febrero la tasa de paro bajó del 10% hasta el 9,9% y, según la estimación provisional del INE portugués, en marzo alcanzaría el 9,8%. Por su lado, la creación de empleo siguió avanzando a buen ritmo (2,8% interanual en febrero). Esperamos que la mejora del mercado laboral continúe en 2017 y 2018, a la par de la recuperación económica. Sin embargo, esta mejora no está llegando a todos por igual: la tasa de paro juvenil es muy superior (24,4% en febrero) y más de la mitad de los parados son de larga duración (más de un año desempleados).

Portugal: previsiones macroeconómicas del Banco de Portugal

Variación interanual (%)

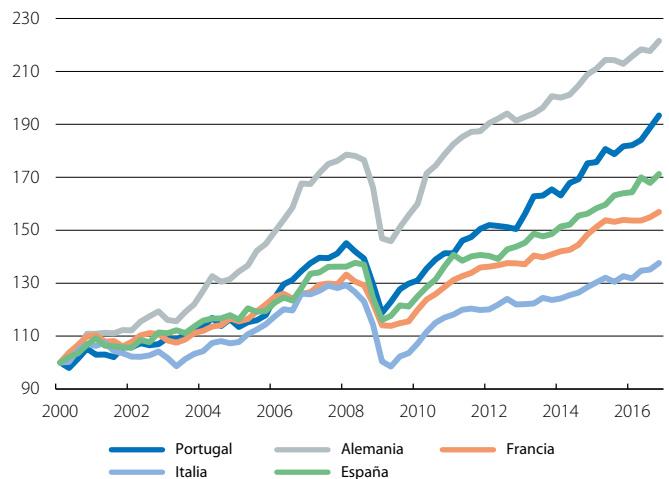
	2016	Previsiones		
		2017	2018	2019
PIB	1,4	1,8	1,7	1,6
Consumo privado	2,3	2,1	1,4	1,4
Consumo público	0,8	0,2	0,5	0,2
Inversión	-0,3	6,8	5,0	4,8
Exportaciones	4,4	6,0	4,8	4,5
Importaciones	4,4	7,3	4,8	4,7
Empleo	1,6	1,6	1,0	1,1
Tasa de desempleo *	11,1	9,9	9,0	7,9
Balanza por cuenta corriente **	2,2	1,4	1,3	1,4
Inflación (IPCA)	0,6	1,6	1,5	1,5

Notas: * En porcentaje de la población activa. ** En % del PIB.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal.

Exportaciones de bienes y servicios

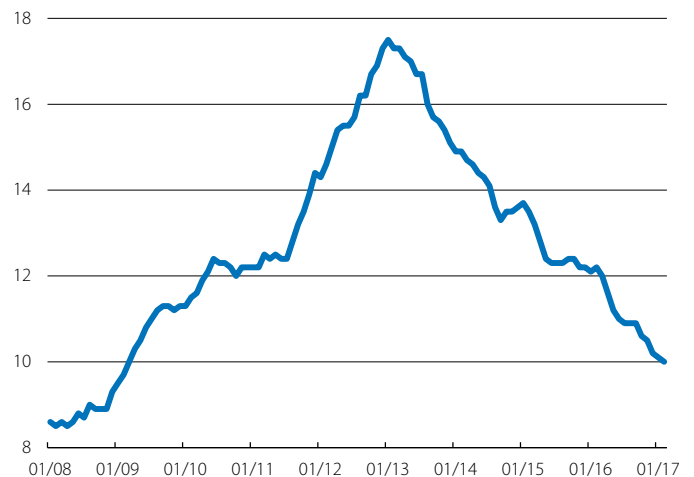
Índice (100 = 1T 2000)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DESTATIS, INE, INE Portugal, INSEE e ISTAT.

Portugal: tasa de paro

(% de la población activa)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE Portugal.