

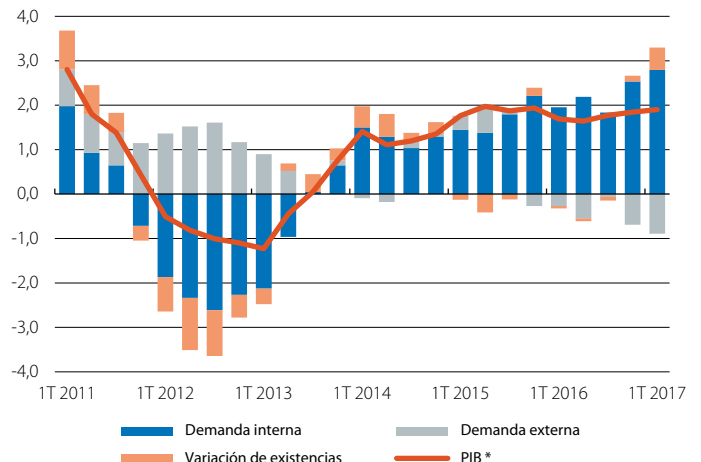
COYUNTURA · El ritmo de actividad en la eurozona coge velocidad

La recuperación económica se extiende por países y la incertidumbre remite. La economía de la eurozona aceleró el ritmo de crecimiento en el primer trimestre del año. Concretamente, el PIB de la eurozona avanzó un 0,6% intertrimestral, el mayor ritmo de crecimiento desde principios de 2015 y 1 décima por encima de la estimación preliminar, tras las revisiones al alza del crecimiento de Francia, Italia y Grecia hasta el 0,4% intertrimestral. Esta mayor firmeza del ritmo de actividad observada en el 1T recoge la mejora sostenida de los indicadores de sentimiento económico desde finales de 2016. Dada esta evolución, el BCE ha revisado por segunda vez este año sus previsiones del crecimiento de la eurozona, del 1,8% al 1,9% para 2017 y del 1,7% al 1,8% para 2018 (en consonancia con las previsiones de CaixaBank Research). A estas perspectivas favorables, se ha sumado la desaparición de parte del riesgo político que acechaba a la eurozona desde el año pasado. En este sentido, destaca la victoria por mayoría absoluta del partido de Emmanuel Macron en la Asamblea de Francia, lo que facilitará la implementación de su agenda reformista y puede contribuir a dar un mayor impulso al proceso de integración europeo. Además, el Eurogrupo llegó a un acuerdo con Grecia para el siguiente desembolso de fondos previstos en el tercer programa de rescate, lo que permitirá al país heleno hacer frente a los vencimientos de deuda de los próximos meses, si bien ello no despeja las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda a largo plazo. No obstante, a pesar de la menor incertidumbre política, todavía persisten algunos focos de riesgo. Aún quedan citas electorales por celebrarse en algunos países de la eurozona (Alemania e Italia) y, el pasado 19 de junio, se iniciaron las negociaciones del *brexit* con el Reino Unido, un proceso que se espera que sea largo y complejo. Por otro lado, el Gobierno italiano procedió a la liquidación de los bancos regionales Veneto y Popolare di Vincenzo, después que la Junta Única de Resolución (JUR) considerase que la resolución no era necesaria por motivos de interés público (la liquidación no tendría un impacto significativo sobre la estabilidad financiera). La Comisión Europea autorizó al Gobierno italiano a utilizar ayudas públicas para facilitar el proceso de liquidación, dado el impacto potencial sobre la economía real de la región de Veneto si esta liquidación se produjera de forma desordenada. La liquidación de las entidades se realizará mediante la venta de los activos sanos a Intesa SanPaolo y el traspaso de los préstamos dudosos a una sociedad pública de gestión.

Los indicadores de actividad apuntan a un crecimiento sólido en el 2T. Los indicadores de sentimiento económico mantienen una tendencia al alza y se sitúan en máximos de los últimos años. El índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para el conjunto de la eurozona se situó en los 55,7 puntos en junio, un registro algo inferior al del mes de mayo (56,8). No obstante, el índice promedio para el 2T se situó en los 56,4 puntos, por encima del registro del trimestre anterior (55,6) y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos).

Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

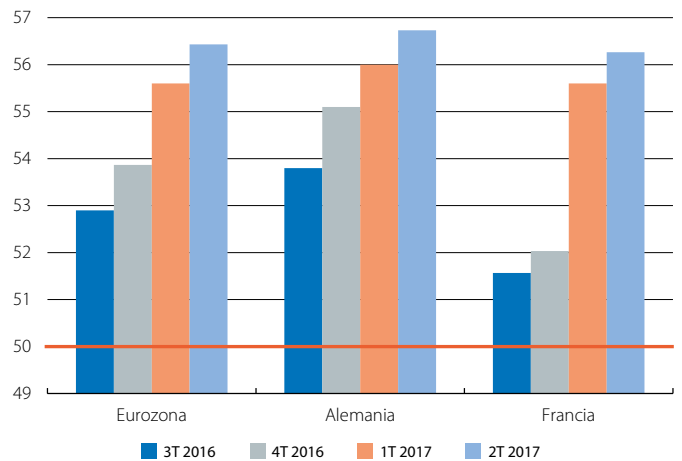


Nota: * Variación interanual (%).

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

Eurozona: indicadores de actividad PMI compuesto

Nivel

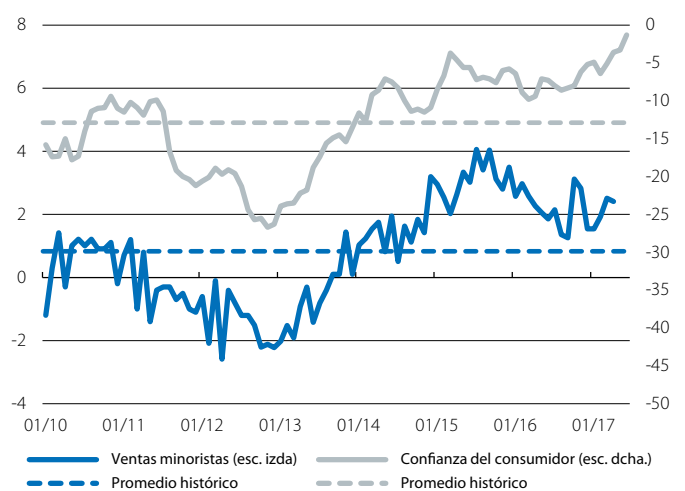


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Eurozona: indicadores de consumo

Variación interanual (%)

Nivel



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

Por su parte, el índice de sentimiento económico (ESI) aumentó hasta los 111,1 puntos en junio, el nivel más alto desde agosto de 2007. Por países, destaca especialmente Alemania, con un índice PMI promedio de abril a junio que se situó en los 56,7 puntos y un indicador de sentimiento empresarial IFO que alcanzó el nivel más alto registrado.

El consumo sigue empujando el crecimiento de la economía. Ello se refleja en la evolución de las ventas minoristas en la eurozona, las cuales aumentaron un 2,5% interanual en abril, el mismo registro que en el mes anterior. Por su parte, el índice de confianza del consumidor para el conjunto de la eurozona alcanzó los -1,3 puntos en junio, el registro más alto desde mayo de 2007. Así, la buena evolución de ambos indicadores sugiere que el consumo privado se mantiene como uno de los pilares de la recuperación de la eurozona, algo que continuará en los próximos meses, gracias al entorno de bajos tipos de interés y a las mejoras del mercado laboral.

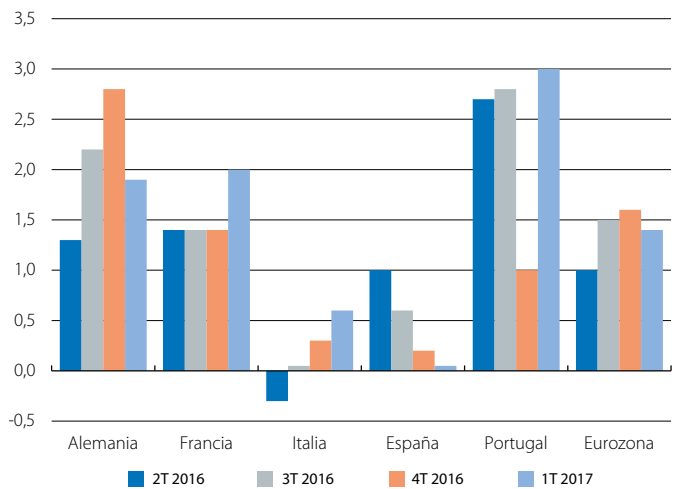
El mayor ritmo de crecimiento se refleja más en la creación de ocupación que en los salarios. El empleo en el conjunto de la eurozona aumentó un 0,4% intertrimestral en el 1T, situando el total de empleados en 154,8 millones, el nivel más alto registrado. El crecimiento del empleo fue generalizado por países, y destacaron los avances de Portugal (1,0%), España (0,7%) y Alemania (0,5%). Por su parte, el aumento del empleo fue algo más moderado en Francia e Italia, donde la recuperación económica es aún menos vigorosa. No obstante, a pesar del crecimiento del empleo, los costes salariales se mantienen contenidos. Concretamente, los costes salariales por hora en el conjunto de la eurozona aumentaron un 1,4% interanual en el 1T 2017, un nivel similar al de los dos últimos trimestres. Por países, los costes salariales avanzaron a un ritmo más vigoroso en Alemania (1,9% interanual), Francia (2,0%) y Portugal (3,0%) y a un ritmo más débil en Italia (0,6%) y en España, donde el avance fue nulo.

La inflación mantiene una senda de normalización muy gradual. En junio, la inflación general de la eurozona, medida por el índice de precios al consumo armonizado (IPCA), se situó en el 1,3%, 1 décima por debajo del registro del mes anterior, debido a una menor contribución del componente energético y de los alimentos no procesados. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados) y es indicativa de las tendencias inflacionistas a medio plazo, aumentó en junio hasta el 1,2%, un registro 0,2 p. p. superior al del mes anterior. Esperamos que en los próximos meses la inflación subyacente prosiga con una senda de recuperación gradual, de la mano del crecimiento de la actividad y de las mejoras en el mercado laboral.

El saldo por cuenta corriente se mantiene en terreno positivo, pero disminuye. El superávit de la balanza por cuenta corriente de la eurozona (acumulado de 12 meses) alcanzó los 349.900 millones de euros en abril, un registro equivalente al 3,2% del PIB e inferior a los 358.600 millones de euros de abril de 2016. Este descenso se debió, especialmente, al menor superávit de la balanza de servicios (de 70.400 millones de euros a 57.800), pero también de bienes (de 359.500 millones de euros a 357.200). Para los próximos trimestres esperamos

Eurozona: costes salariales

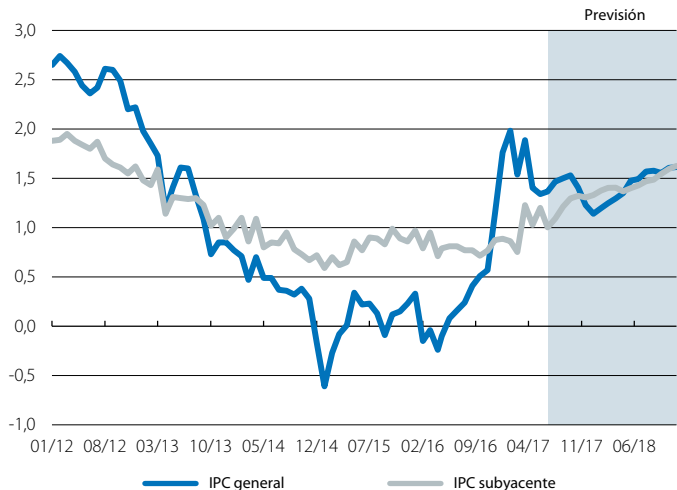
Variación interanual (%)



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

Eurozona: IPC armonizado

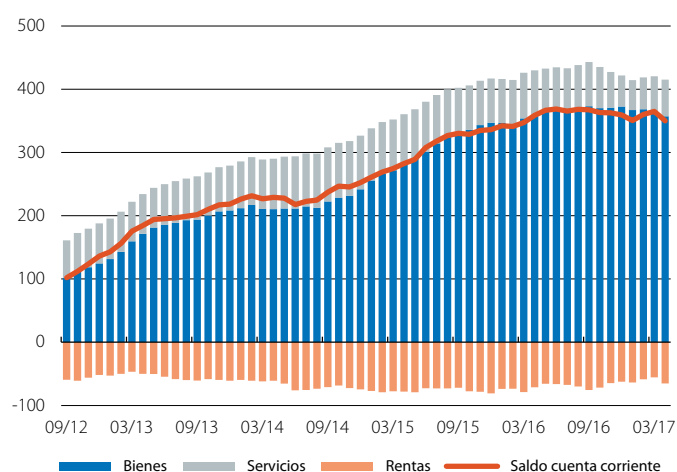
Variación interanual (%)



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

Eurozona: cuenta corriente

Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Nota: Serie desestacionalizada.

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

que el superávit externo continúe con esta tendencia a la baja, a medida que las importaciones aumenten con la recuperación de la inversión.

PORTUGAL

La recuperación económica se afianza. Tras el fuerte crecimiento que mostró la economía portuguesa en el 1T (1,0% intertrimestral, 2,8% interanual), los indicadores de actividad referentes a los meses de abril y mayo apuntan a que el buen ritmo de actividad se mantiene en el 2T. Ante esta evolución, el Banco de Portugal ha revisado al alza el crecimiento previsto para 2017, del 1,8% al 2,5%, y para 2018, del 1,7% al 2,0% (en línea con las previsiones de CaixaBank Research). El crecimiento en los próximos trimestres seguirá apoyado en la demanda interna, que mantendrá su solidez gracias a la gradual recuperación del mercado laboral, la mejora de la confianza empresarial y unas condiciones financieras acomodaticias. La demanda externa también seguirá contribuyendo muy positivamente al crecimiento, dada la fortaleza de las exportaciones, que se beneficiarán de un entorno exterior más favorable y de las ganancias de competitividad de los últimos años.

La inversión empieza a recuperarse. Si bien aún se mantiene un 30% por debajo del nivel precrisis, el componente de inversión (FBCF) ha ido ganando protagonismo en los últimos trimestres y en el 1T avanzó un 2,1% intertrimestral (8,9% interanual). Esta evolución se explica por una aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión en construcción (5% intertrimestral) y, en menor medida, en bienes de equipo (1,2%). Para los próximos trimestres esperamos que esta dinámica de la inversión se mantenga, reflejo de una marcada recuperación de la inversión pública (impulsada por el aumento de fondos europeos) y una buena evolución de la inversión empresarial, y que sea uno de los pilares del crecimiento de la economía de Portugal en 2017.

Las finanzas públicas se benefician de la coyuntura económica. El déficit público se situó en el 1,7% del PIB (acumulado de 12 meses) en el primer trimestre del año, lo que supone una importante corrección respecto al registro del 1T 2016 (3,7%). Esta evolución positiva se debió al mayor crecimiento de los ingresos, que aumentaron un 1,1% comparado con el mismo periodo de 2016 y por una disminución del gasto total en un 3,1%. Para el resto del año, la recuperación económica, los menores costes de financiación y las medidas de ajuste fiscal deberían permitir situar el déficit cerca (o por debajo) del nivel objetivo pactado con Bruselas (1,6% del PIB). En este contexto, y después de que el déficit público se situara por debajo del 3% del PIB en 2016, el Consejo Europeo ha hecho efectiva la salida de Portugal del Procedimiento de Déficit Excesivo, lo que debería contribuir a una mejora de las condiciones financieras del país luso. Asimismo, el bajo déficit público y el crecimiento sostenido del PIB nominal apoyarán una reducción gradual de la ratio de la deuda en los próximos años (de aproximadamente 2 p. p. por año). En este contexto de mejora de las finanzas públicas, la agencia de calificación Fitch ha revisado su perspectiva sobre la deuda soberana de Portugal, de estable a positiva, lo que abre la puerta a la revisión del *rating* si esta dinámica favorable se mantiene en los próximos trimestres.

Previsiones del Banco de Portugal

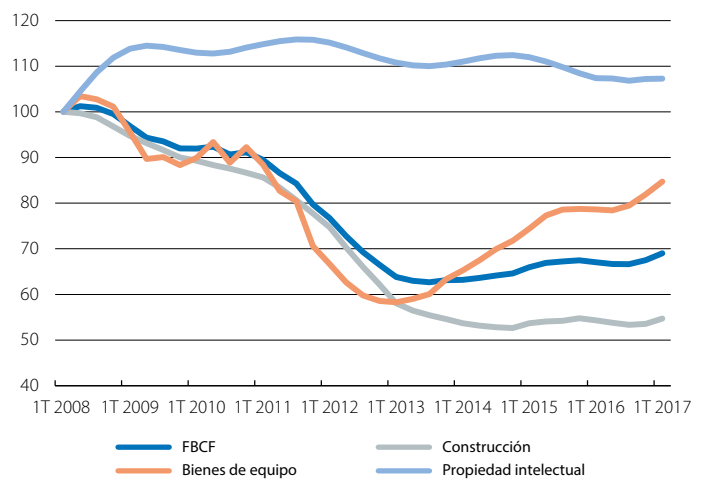
Variación anual (%)

	Previsión		Variación respecto a la previsión de marzo 2017 (p. p.)	
	2017	2018	2017	2018
PIB	2,5	2,0	▲ 0,7	▲ 0,3
Consumo privado	2,3	1,7	▲ 0,2	▲ 0,3
Consumo público	0,4	0,6	▲ 0,2	▲ 0,1
Inversión (FBCF)	8,8	5,3	▲ 2,0	▲ 0,3
Exportaciones	9,6	6,8	▲ 3,6	▲ 2,0
Importaciones	9,5	6,9	▲ 2,2	▲ 2,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal (Economic Bulletin, junio de 2017).

Portugal: inversión (FBCF) y componentes *

Índice (100 = 1T 2008)

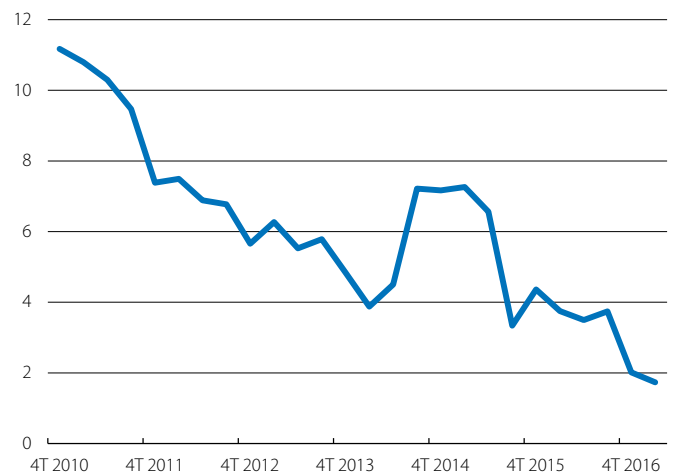


Nota: * Acumulado de cuatro trimestres.

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

Portugal: déficit público

(% del PIB)



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