

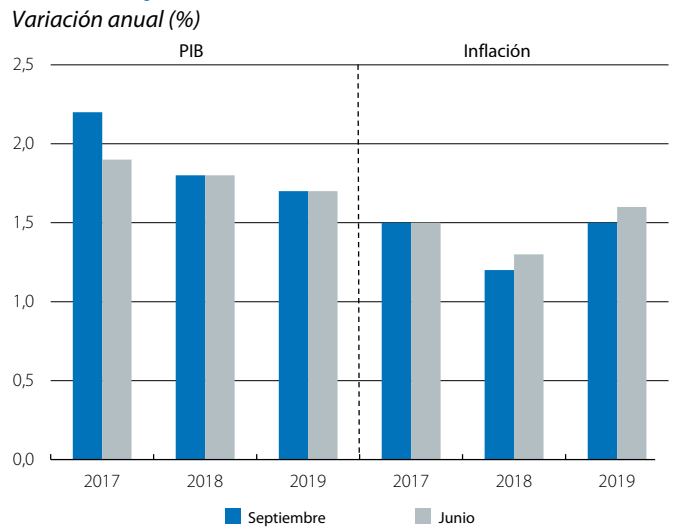
## COYUNTURA · La eurozona mantiene un buen ritmo de crecimiento

Los buenos datos económicos del primer semestre del año confirman la aceleración de la actividad económica en la eurozona. La mejora de la actividad se ha manifestado de forma sincronizada en todos los países del área y ha ido acompañada de una mejora de la confianza. El aumento de la demanda, apoyada en unas condiciones crediticias muy favorables, ha dado pie a un clima favorable para la inversión, el empleo, y, en definitiva, el crecimiento económico. Muestra de ello es la revisión que el BCE ha hecho al alza del crecimiento del PIB de la eurozona para este año del 1,9% al 2,2%, una previsión que coincide con la de CaixaBank Research. Aun así, quedan muchos retos por delante. Pasadas las citas electorales en Francia y Alemania, la eurozona goza de una ventana de oportunidad para encauzar reformas de calado en sus políticas e instituciones. Si bien esta ventana se ha visto ensombrecida por el auge electoral de la extrema derecha en Alemania, la victoria de Merkel y Macron, junto con el buen clima de crecimiento económico, debería ofrecer cierto margen de actuación para acometer reformas. A su vez, Macron ha iniciado un ciclo de reformas con una, ya aprobada, reforma laboral que discutimos ampliamente en el Focus «La reforma laboral francesa: la revolución *soft* de Emmanuel Macron» en este mismo Informe Mensual. Cruzando el canal, nos mantenemos atentos a la evolución de las negociaciones sobre el *brexit* que siguen estancadas alrededor de la cuestión de los pagos que el Reino Unido debería hacer a la UE por los compromisos financieros adquiridos por el primero como miembro de la UE. En declaraciones recientes, y en un intento de desencallar las negociaciones, Theresa May ha expresado la voluntad del Reino Unido de negociar un acuerdo de transición por el que este mantendría el *statu quo* por un periodo aproximado de unos dos años.

La demanda interna se mantiene como el principal motor de crecimiento de la eurozona en el 2T, con una contribución al crecimiento del PIB de 1,9 p. p. sobre el total del 2,3% interanual. En línea con anteriores trimestres, todos los subcomponentes de la demanda interna han crecido vigorosamente. Destaca el cambio de tendencia de la contribución al crecimiento de la demanda externa. Tras deducir puntos al crecimiento del PIB durante el 2016 debido al fuerte crecimiento del consumo privado y la inversión, ambos componentes son ricos en contenido de importaciones, la demanda externa ha pasado a contribuir 0,4 p. p. al crecimiento del PIB, producto tanto de un mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones como uno menor de las importaciones. De cara a los próximos trimestres preveamos que la demanda interna continúe empujando la actividad apoyada por la mayor confianza y unas condiciones crediticias muy favorables.

Los indicadores de actividad apuntan a que el momentum de crecimiento de la eurozona se mantendrá en el 3T. Tras un ligero descenso en julio y agosto, el índice de sentimiento empresarial compuesto (PMI) para el conjunto de la eurozona ha repuntado en septiembre hasta alcanzar los 56,7 puntos,

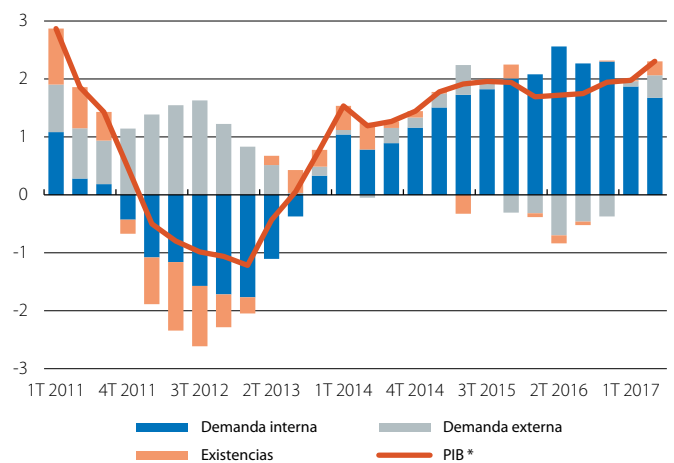
### Eurozona: previsiones del BCE de PIB e inflación



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

### Eurozona: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

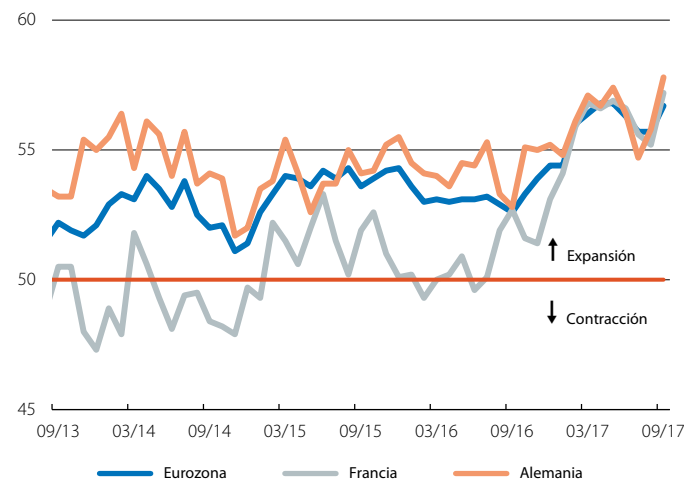


Nota: \* Variación interanual (%).

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

### Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

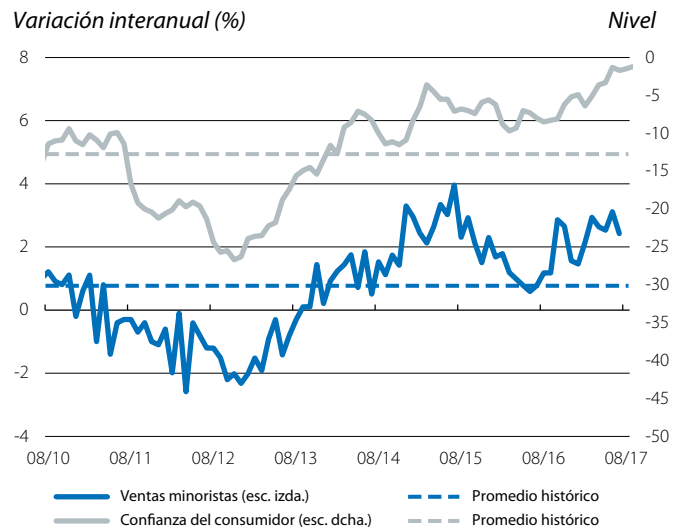
situándose por encima del promedio de 56,1 puntos del primer semestre. Asimismo, el índice de sentimiento económico (ESI) para la eurozona subió 1,1 puntos en septiembre hasta alcanzar los 113 puntos, la cota más alta desde el verano de 2007. Finalmente, el índice de producción industrial repuntó ligeramente en julio con un avance del 0,1% intermensual tras la caída que sufrió en junio (0,6%).

**El consumo de los hogares se mantiene como motor de crecimiento de la economía**, apoyado por una evolución favorable del mercado laboral, unas condiciones crediticias muy favorables y una mejora de las perspectivas económicas. Muestra de ello es la evolución positiva de las ventas minoristas de la eurozona que en julio subieron un 2,4%, algo por debajo del 3,1% del mes anterior, pero muy superior al promedio de 1,4% del 2016. En la misma línea, el índice de confianza del consumidor subió 0,3 puntos hasta alcanzar los -1,2 puntos, la cota más alta desde mayo de 2007. De cara a los próximos meses, esperamos que los factores de apoyo al consumo de los hogares que mencionábamos anteriormente sigan activos.

**El mercado laboral sigue generando empleo y apoyando la recuperación económica.** El empleo en la eurozona aumentó un 1,6% interanual en el 2T y situó el total de empleados en 155,6 millones, el nivel más alto jamás alcanzado. Aunque el crecimiento del empleo fue generalizado, destacamos el avance en términos interanuales de España (2,8%) y Alemania (1,5%). Cabe también resaltar el repunte de los costos salariales en el área, que crecen un 2,0% interanual en el 2T, 0,7 p. p. más que en el trimestre anterior. Sin embargo, este avance se debe, en su mayor parte, al crecimiento de los salarios en Alemania y Portugal, que registran crecimientos interanuales del 2,9% y 2,8%, respectivamente, mientras que en Italia y España continúa la moderación salarial con registros interanuales del 0,7% y 0,4%, respectivamente. Esta dinámica salarial no debe generar preocupación. Un mayor crecimiento de los salarios en Alemania incentiva el consumo de los hogares del país, mientras que la moderación salarial de los dos principales países del sur de Europa genera ganancias competitivas para sus exportaciones. Todo ello contribuye a una reducción de los desequilibrios de la eurozona. Dadas las buenas perspectivas económicas, prevemos que el crecimiento del empleo se mantendrá robusto y continuará apoyando el crecimiento del consumo de los hogares.

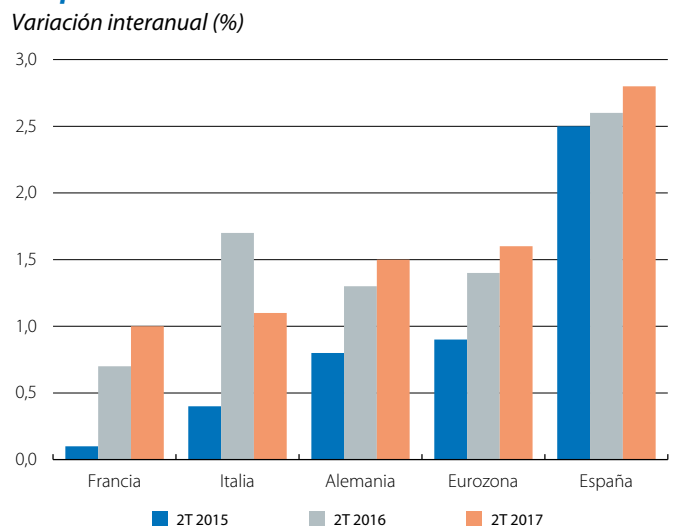
**El ritmo de crecimiento de los precios se mantiene moderado.** En septiembre, el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) creció al mismo ritmo que el mes anterior, un 1,5%, apoyado sobre todo por el crecimiento de los precios del componente energético. Por su parte, la inflación subyacente, aquella que excluye del cálculo los componentes volátiles (energía y alimentos no procesados) se mantuvo estable en el 1,3% por tercer mes consecutivo. Según las previsiones del BCE, la inflación general se moderará de forma leve en el 2018 debido al efecto escalón del aumento del precio del petróleo que tuvo lugar durante el primer semestre del 2017 y se recuperará en el 2019 de la mano del crecimiento de la actividad. Aun así, según sus predicciones, la inflación en 2019 aún se mantendrá inferior al objetivo a medio plazo del BCE de mantener la inflación por debajo, pero cerca, del 2%.

**Eurozona: indicadores de consumo**



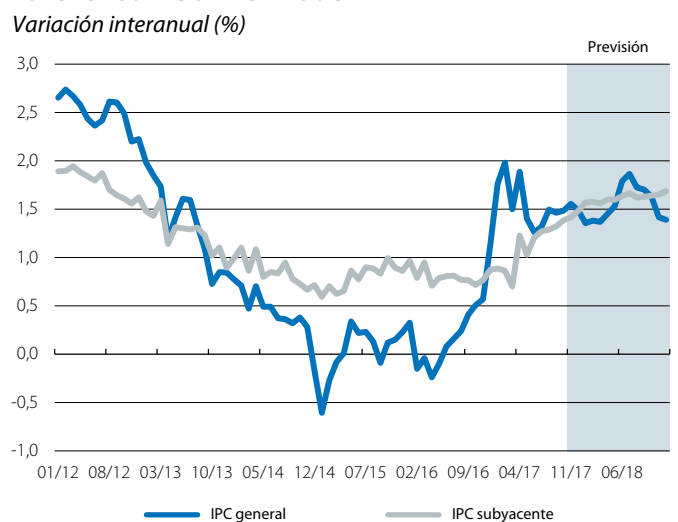
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la Comisión Europea.

**Ocupación**



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

**Eurozona: IPC armonizado**



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

## PORTUGAL

**Los indicadores de actividad apuntan a que la actividad en Portugal mantendrá un buen ritmo de crecimiento en el 3T.** El PIB de Portugal creció un 3,0% interanual en el 2T. Sin embargo, en términos intertrimestrales, el crecimiento fue del 0,3%, una tasa muy por debajo de la del 1T (0,9%). A pesar de ello, es necesario evitar extraer conclusiones alarmistas a partir de tan solo un dato, en especial dada la volatilidad histórica de la serie del PIB de Portugal. Un repaso del cuadro de indicadores económicos para el 3T nos indica que la actividad mantiene un buen tono. Así, el índice de sentimiento económico (ESI) de septiembre subió 2,4 puntos hasta alcanzar los 114,4 puntos, un nivel superior al del promedio del 1T (110,4 puntos). Del mismo modo, tanto la producción industrial como las ventas minoristas mostraron un comportamiento vigoroso en julio, con avances interanuales del 5,2% (promedio del 1T de un 4,5%) y 3,9% (promedio del 1T de un 3,0%), respectivamente. En definitiva, si bien el dato de crecimiento del PIB fue por debajo de lo previsto, el conjunto de indicadores sugiere que las perspectivas económicas se mantienen positivas. Ello se refleja en la actualización de este septiembre de las previsiones del FMI para la economía lusa, donde se revisó al alza la previsión de crecimiento del PIB para el 2017 del 1,7% al 2,5%. La organización valoró positivamente el esfuerzo del Gobierno para reducir el déficit fiscal y el proceso de saneamiento del sector bancario.

**El mercado laboral sigue apoyando el crecimiento económico.** En el 2T 2017, el empleo creció un 3,4% interanual (equivalente a 158.000 nuevos puestos de trabajo), la tasa de crecimiento más alta desde el inicio de la recuperación económica. Este incremento del número de trabajadores ha ido acompañado de una caída del porcentaje de desempleados de larga duración sobre el total de la población activa de 0,8 p. p. entre el 1T y el 2T, situándolo en el 5,2%. Asimismo, destacamos que el crecimiento interanual del número de empleados con contrato indefinido ha superado al del número de empleados con contrato temporal por cuarto trimestre consecutivo.

**La buena marcha de la economía se refleja en una mejora de las finanzas públicas.** El déficit público se situó en el 1,4% del PIB (acumulado de 12 meses), 0,2 p. p. menor que el del trimestre anterior y muy por debajo del porcentaje del mismo trimestre del año anterior (3,6%). Esta mejora se deriva del impacto simultáneo de un aumento del 0,3% de los ingresos y una caída del 0,1% de los gastos respecto al trimestre anterior. En este contexto de buenas perspectivas de crecimiento del PIB y de corrección significativa del déficit público, la agencia de calificación de riesgos S&P revisó al alza el *rating* de Portugal y lo situó en «grado de inversión» (de BB+ a BBB-). A raíz de ello, la prima de riesgo de Portugal ha experimentado una notable corrección que, a su vez, debería facilitar la continuación de la mejora de las finanzas públicas. Una fuente de riesgo respecto a la evolución del déficit proviene de Eurostat, que está estudiando la posibilidad de incluir en los datos de déficit público de Portugal el coste de saneamiento del banco Caixa Geral de Depósitos. De realizarse, ello podría suponer un incremento del déficit para 2017 de alrededor de un 1,2% del PIB. Pero, en cualquier caso, sería un aumento puntual y, por tanto, no afectaría a la tendencia decreciente de los últimos años.

### Previsiones del FMI

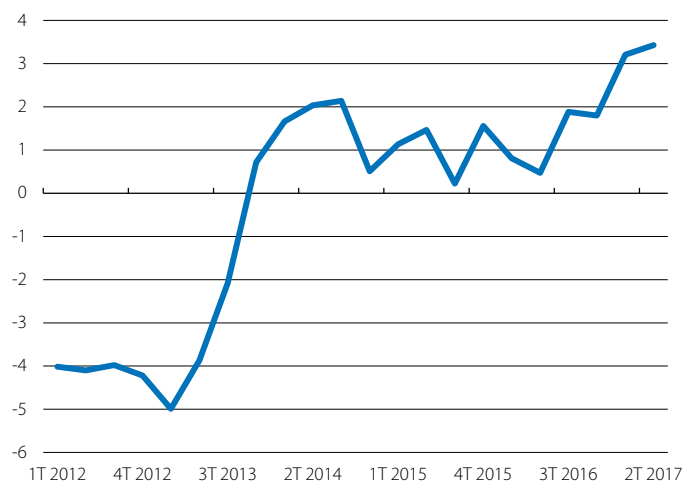
Variación anual (%)

	Previsión		
	2017	2018	2019
PIB	2,5	2,0	1,7
Consumo privado	2,2	1,8	1,4
Consumo público	0,6	0,5	0,2
Inversión (FBCF)	6,9	5,7	4,8
Exportaciones	7,6	5,2	4,5
Importaciones	7,3	5,1	4,5

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (Article IV consultation - Staff Report, septiembre de 2017).

### Portugal: ocupación

Variación interanual (%)



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

### Portugal: déficit público

(% del PIB)



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