# COYUNTURA · Buenas perspectivas a pesar de la ligera desaceleración del crecimiento

**Un momento cíclico sólido para la economía de la eurozona.** En los últimos trimestres, el escenario macroeconómico de la eurozona ha mejorado sustancialmente y presenta en estos momentos un crecimiento más firme y homogéneo, cuyos principales países crecen a ritmos superiores al 2% (a excepción de Italia). La demanda interna se mantiene dinámica, apoyada por la política monetaria acomodaticia del BCE y las mejoras en el mercado laboral, a la vez que las exportaciones se ven beneficiadas por el mayor crecimiento global. Persiste, pues, el recorrido cíclico en el crecimiento de la eurozona, sin que hayan surgido todavía restricciones de oferta sustanciales que dificulten el crecimiento (como dificultades para ampliar la producción o contratar a trabajadores). En vista a ello, el FMI ha revisado al alza las previsiones de crecimiento de la eurozona para 2018 hasta el 2,4%, 2 décimas por encima de las estimaciones de hace tres meses. Por países, la mejora ha sido generalizada, destacando las revisiones positivas de Alemania (+0,2 p. p., hasta el 2,5%), Francia (+0,2 p. p., hasta el 2,1%), España (+0,4 p. p., hasta el 2,8%) y Portugal (+0,4 p. p., hasta el 2,4%). Asimismo, los riesgos a corto plazo están equilibrados, aunque a medio plazo ha aparecido la alarma de una guerra comercial con EE. UU., que se añade a los riesgos geopolíticos existentes y al riesgo de un mayor endurecimiento de las condiciones financieras. En todo caso, prevemos que la tasa de crecimiento de la eurozona se modere solo progresivamente hasta niveles inferiores al 2% en 2020, lastrada por el bajo crecimiento de la productividad y el envejecimiento de la población.

**Desaceleración temporal del crecimiento en el 1T.** La mayoría de indicadores de actividad (como los índices PMI y ESI) disponibles para los tres primeros meses del año apuntan a un menor ritmo de crecimiento en el 1T 2018. A modo de ejemplo, la producción industrial avanzó a un ritmo menor en los meses de enero y febrero (3,5% interanual frente al 4,0% en el 4T 2017). En Francia, país por el que ya tenemos datos del PIB del 1T, el avance fue del 0,3% intertrimestral, inferior al 0,7% del 4T. En este sentido, factores temporales como las condiciones me-teorológicas adversas y la incertidumbre acerca de una posible guerra comercial con EE. UU. y, en Alemania, la incertidumbre política en relación con la formación de Gobierno lastraron las expectativas de los agentes económicos. Sin embargo, varios de los indicadores económicos disponibles para el mes de abril apuntan a que la desaceleración de los primeros meses del año se ha frenado en el 2T. Concretamente, el índice PMI compuesto para el conjunto de la eurozona se mantuvo en los 55,2 puntos, el mismo dato que en marzo y en zona claramente expansiva (por encima de los 50 puntos). Además, el índice PMI compuesto registró niveles algo superiores a los del último mes, tanto en Alemania como en Francia (55,3 y 56,9 puntos, respectivamente). Asimismo, el índice de sentimiento

## Previsiones de PIB del FMI

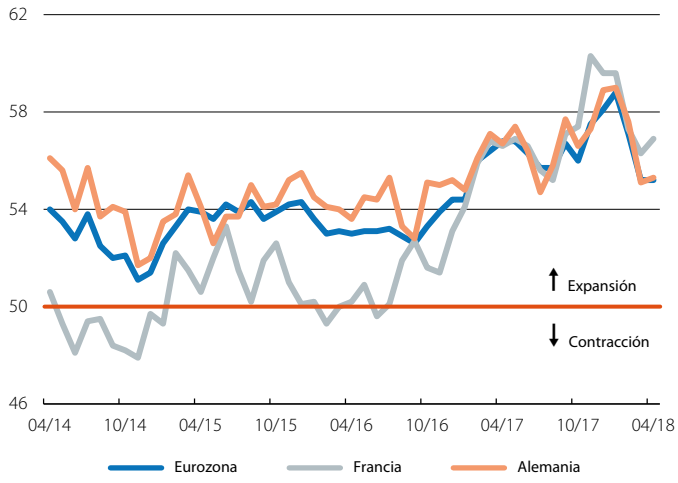
*Variación anual (%)*

| | Previsión PIB | | | Variación respecto a la previsión de enero de 2018 * | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2018 | 2019 |
| Eurozona | 2,3 | 2,4 | 2,0 | ▲ 0,2 | = |
| Alemania | 2,5 | 2,5 | 2,0 | ▲ 0,2 | = |
| Francia | 1,8 | 2,1 | 2,0 | ▲ 0,2 | ▲ 0,1 |
| Italia | 1,5 | 1,5 | 1,1 | ▲ 0,1 | = |
| España | 3,1 | 2,8 | 2,2 | ▲ 0,4 | ▲ 0,1 |
| Portugal | 2,7 | 2,4 | 1,8 | ▲ 0,4 | ▲ 0,1 |
| Reino Unido | 1,8 | 1,6 | 1,5 | ▲ 0,1 | = |

***Nota:*** ** La previsión anterior de Portugal corresponde al artículo IV (octubre de 2017).*
***Fuente:*** *CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, abril de 2018).*

## Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

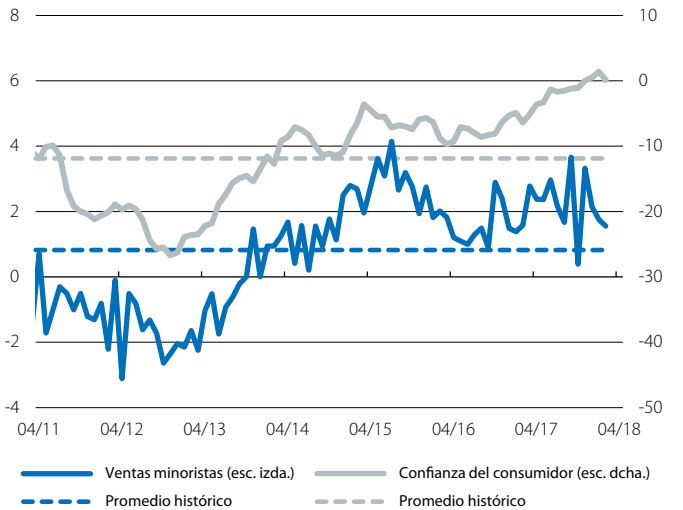
*Nivel*




***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 y la Comisión Europea.*

económico (ESI) elaborado por la Comisión Europea se estabilizó en los 112,7 puntos en abril, el mismo nivel que en el mes anterior.

**El consumo privado de la eurozona mantiene una evolución positiva**. En particular, las ventas minoristas aumentaron un 1,8% interanual en febrero, un ritmo algo superior al de enero (1,5% interanual). Asimismo, la confianza del consumidor continúa en niveles elevados. Concretamente, el índice de confianza del consumidor elaborado por la Comisión Europea se situó en los 0,4 puntos en abril, un registro superior al de los dos meses anteriores (0,1) y al promedio de 2017 (–2,5). Este dato sugiere que, de cara al 2T 2018, el consumo privado se mantendrá como uno de los apoyos principales del crecimiento de la eurozona.

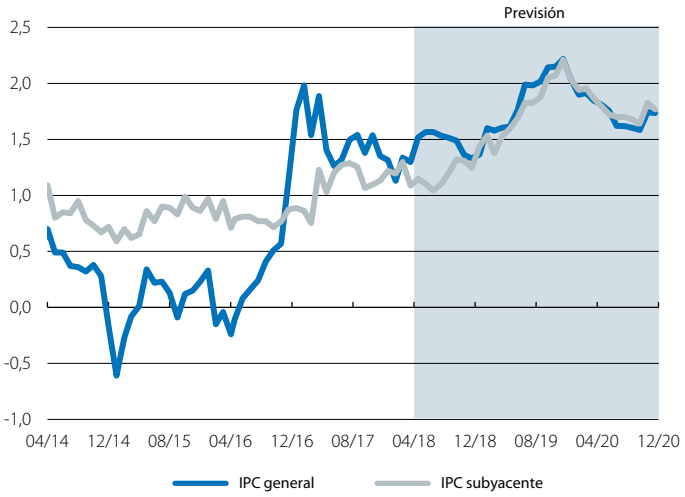
**La inflación continúa su aumento gradual en marzo**. En particular, el índice de precios al consumo armonizado (IPCA) de la eurozona aumentó hasta el 1,3% interanual en marzo, 2 décimas por encima del registro del mes anterior. El aumento se debió, principalmente, a la mayor contribución de los precios de los alimentos, tanto los elaborados como los no elaborados. Por otra parte, la inflación subyacente también se situó en el 1,3%, 1 décima por encima del registro de febrero. Desde CaixaBank Research, prevemos que la inflación mantenga una tendencia al alza en los próximos trimestres, apoyada por el buen momento de la actividad y el repunte de los precios del petróleo, y que se acerque gradualmente al objetivo de inflación cercano, aunque por debajo del 2%, en 2019.

**El dinamismo en la actividad crediticia apoya el crecimiento**. La encuesta de préstamos bancarios del BCE muestra que, en el 1T 2018, la demanda crediticia aumentó en todos los segmentos. A su vez, según la encuesta, mejoraron significativamente las condiciones de acceso al crédito y, en particular, para el crédito a empresas y de compra de viviendas. En este contexto, tanto empresas como hogares se están beneficiando de mayores facilidades de acceso al crédito, en parte debido a mayores presiones competitivas y a una disminución de la percepción del riesgo por parte de las entidades bancarias. Asimismo, los resultados de la encuesta sugieren que los factores de oferta no restringirán el crecimiento del crédito a corto plazo.

**El ajuste fiscal de la eurozona prosiguió en 2017 apoyado por el fuerte dinamismo de la economía y el menor gasto en intereses**. Concretamente, el déficit público de la eurozona se redujo hasta el 0,9% del PIB en 2017, 0,6 p. p. por debajo del nivel registrado en 2016 (1,5%) y cercano al nivel de 2007 (0,6%). Asimismo, las cuentas públicas de varios países de la eurozona ya son superavitarias, y los países que experimentaron unos mayores déficits durante la crisis los han reducido considerablemente. En este sentido, destaca Francia, que en 2017 ha alcanzado su menor déficit en la última década (2,6% del PIB) y que prevé reducirlo hasta el 2% en 2018 y 2019, una rectitud fiscal no vista desde hacía años, apoyada por el mayor crecimiento de la economía gala. Por su parte, la deuda pública en el conjunto de la eurozona se situó en el 86,7% del PIB en

## Eurozona: IPC armonizado

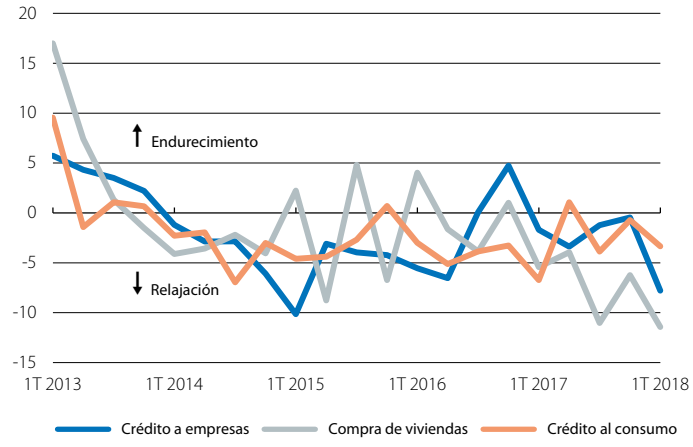
*Variación interanual (%)*




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

## Eurozona: encuesta sobre préstamos bancarios

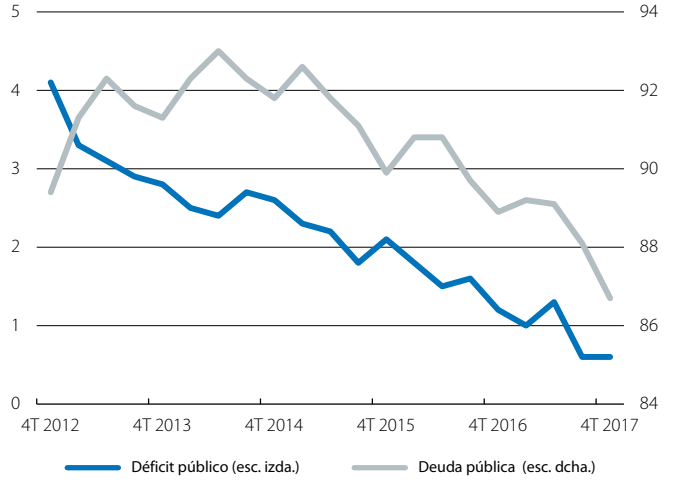
*Entidades que endurecen (+) o relajan (–) los criterios de aprobación de los préstamos (% neto)*




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

## Eurozona: déficit y deuda pública

*(% del PIB)* *(% del PIB)*




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

2017, lo que supone una reducción de 2,3 p. p. con respecto al registro de 2016 (89,0% del PIB). Sin embargo, mientras que el déficit se ha reducido hasta niveles cercanos a los registrados antes de la crisis, el nivel de la deuda se mantiene 21,7 p. p. por encima del nivel de 2007. En este sentido, es importante que aquellos países con unos niveles de deuda pública más elevados consigan reducirla de manera más marcada para llevarla a niveles más sostenibles antes de la próxima crisis económica.

## PORTUGAL

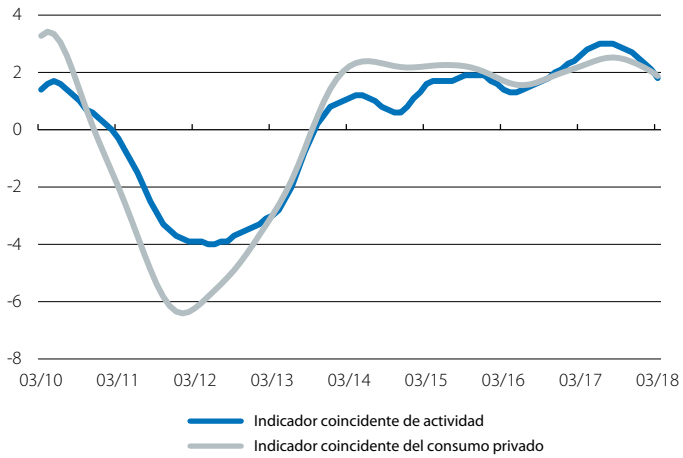
**Moderación del ritmo de crecimiento en el 1T**. A la espera de los datos del PIB del primer trimestre del año, los indicadores de actividad apuntan a una ligera desaceleración en el ritmo de avance. Concretamente, los indicadores coincidentes de actividad y de consumo privado para marzo avanzaron un 1,8% y un 1,9% interanual, respectivamente, un ritmo menor al de los meses precedentes. A pesar de esta moderación en el ritmo de avance, los indicadores se mantienen en niveles altos, lo que sugiere que el crecimiento debería mantenerse en cotas elevadas en 2018. Asimismo, la buena evolución de la economía lusa, que está contribuyendo a una notable reconducción de los desequilibrios macroeconómicos, se ha visto ratificada por una nueva revisión al alza del *rating* del país (en este caso, por parte de la agencia canadiense DBRS).

**El mercado de trabajo continúa su mejora gradual**. No hay mejor muestra de la vuelta de tuerca que ha experimentado la economía portuguesa en los últimos años que la progresión de su mercado laboral. Concretamente, el empleo ha aumentado en medio millón de personas desde 2013, alcanzando los 4,7 millones de empleados en 2017. Asimismo, el ritmo de creación de empleo se mantiene elevado y, en febrero, aumentó un 3,0% interanual. Por otra parte, la tasa de desempleo disminuyó hasta el 7,4% en marzo y se sitúa en el nivel más bajo desde 2004. De cara a los próximos trimestres, prevemos que la buena evolución del mercado laboral continúe y que la tasa de paro se sitúe por debajo del 7% en 2019.

**El superávit por cuenta corriente se reduce ligeramente**, reflejo del deterioro de la balanza de bienes y de rentas. Concretamente, en febrero, el déficit de la balanza comercial de bienes alcanzó los 12.500 millones de euros en el acumulado de 12 meses (+23,4% por encima del déficit registrado en el mismo periodo del año pasado). Este mayor déficit se debe, en buena parte, al fuerte aumento de las importaciones en equipos de transporte y bienes de capital, resultado del mayor dinamismo de la economía portuguesa. No obstante, el superávit de la balanza de servicios sigue aumentando. En particular, este aumentó hasta los 15.900 millones de euros en febrero, lo que supone una mejora del 17,5% respecto al año anterior. La mejora refleja el fortalecimiento del sector turístico luso, aunque no fue suficiente para contrarrestar el deterioro en las otras balanzas. Por otra parte, la balanza de rentas primarias y secundarias registró un déficit de 2.900 millones de euros, resultado de los menores beneficios recibidos por la inversión portuguesa en el exterior.

### *Portugal: indicadores coincidentes de actividad y de consumo privado*

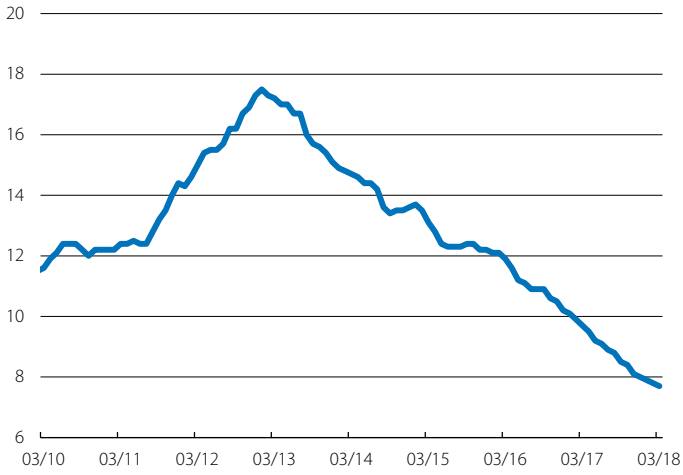
*Variación interanual (%)*




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

### *Portugal: tasa de paro*

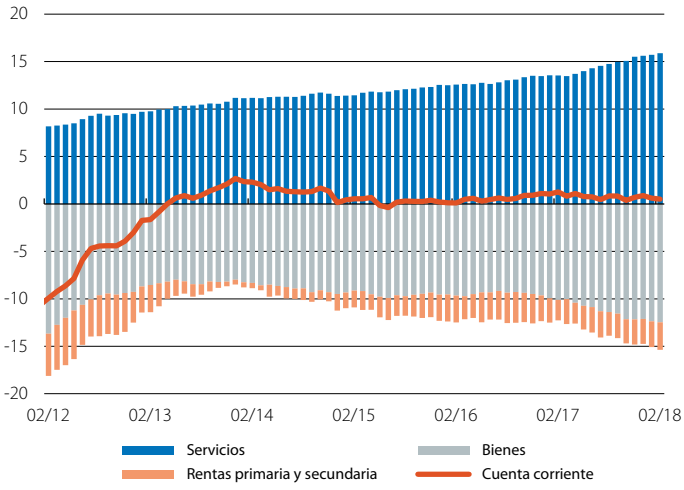
*(% de la población activa)*




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

### *Portugal: cuenta corriente*

*Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)*




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