

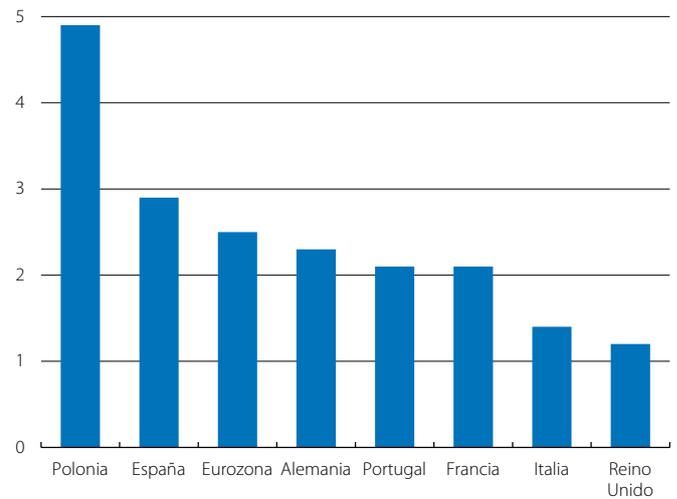
## COYUNTURA · Repunte de los riesgos en un entorno de crecimiento favorable

**El crecimiento en la eurozona se modera en el 1T.** Tras finalizar el año con muy buen pie, los datos del PIB que hemos conocido este mes muestran que el crecimiento de la eurozona se ha moderado en el 1T 2018, tal y como ya apuntaban los indicadores de actividad. Así, en el 1T 2018, el área creció un 0,4% intertrimestral (2,5% interanual), 3 décimas por debajo del registro del trimestre anterior. Entrando en el detalle por países, destacó la ralentización en Alemania y Francia, cuyas tasas de crecimiento intertrimestral se situaron entre 3 y 4 décimas por debajo de las del 4T 2017. Estos bajos registros se pueden atribuir, al menos en parte, a una serie de factores temporales que han pesado sobre la evolución de la actividad. Destacamos en particular las condiciones meteorológicas especialmente adversas en el norte de Europa y las huelgas en Alemania. En el caso de Alemania, además, es muy probable que el *impasse* político que atravesó el país durante el 1T también pesara sobre el crecimiento. Así, el detalle por componentes del crecimiento del PIB del 1T de Alemania muestra que, mientras que el consumo privado y la inversión mantuvieron una dinámica muy favorable, hecho que reafirma el buen clima de confianza, el registro decepcionante se explica, en parte, por una caída brusca del consumo público, hecho que prevemos que se enderece en los próximos trimestres toda vez que el país dispone de un nuevo Gobierno. De esta forma, a medida que estos factores de índole temporal se vayan disipando, desde CaixaBank Research esperamos que el ritmo de crecimiento vuelva a coger cierto impulso en los próximos trimestres. Ello se debe a que la economía sigue beneficiándose del apoyo ofrecido por una política monetaria muy acomodaticia, una política fiscal neutra, o que incluso puede tornarse expansiva en algunos casos, y de un contexto favorable de crecimiento global.

**Italia y el precio del petróleo, los dos principales focos de riesgo.** Aunque las perspectivas de la eurozona se mantienen favorables, hay ciertos factores de riesgo que han tomado relieve durante el último mes y que podrían entorpecer la evolución de la economía. En Italia, la decisión del presidente de la República de bloquear la formación del Gobierno generó un repunte de la incertidumbre en los mercados por el temor de que si se tuvieran que repetir elecciones, estas se centrarían en la relación de Italia con la UE. Sin embargo, las últimas noticias sugieren que M5S y LN podrán finalmente formar gobierno. El acuerdo de gobierno entre ambos partidos contempla, entre otras medidas, un fuerte impulso fiscal y la intención de mantener un pulso con Bruselas respecto a las reglas fiscales y la contribución de Italia al presupuesto europeo. Todo ello ha generado dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública italiana, cuya prima de riesgo ha repuntado y ha llegado a situarse por encima de los 270 p. b. y ha afectado a las primas de riesgo de otros países de la periferia (por ejemplo, la prima de riesgo de Portugal se ha situado por encima de los 170 p. b.). Por su parte, la retirada de los EE. UU. del acuerdo nuclear con Irán ha genera-

### Unión Europea: PIB del 1T 2018

Variación interanual (%)

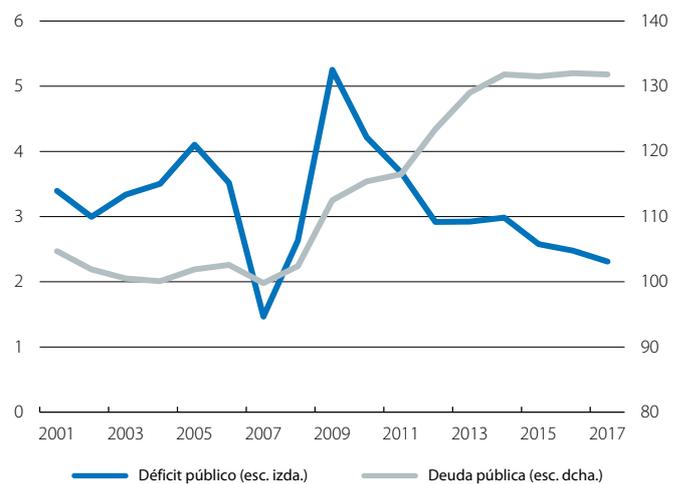


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Italia: déficit y deuda pública

(% del PIB)

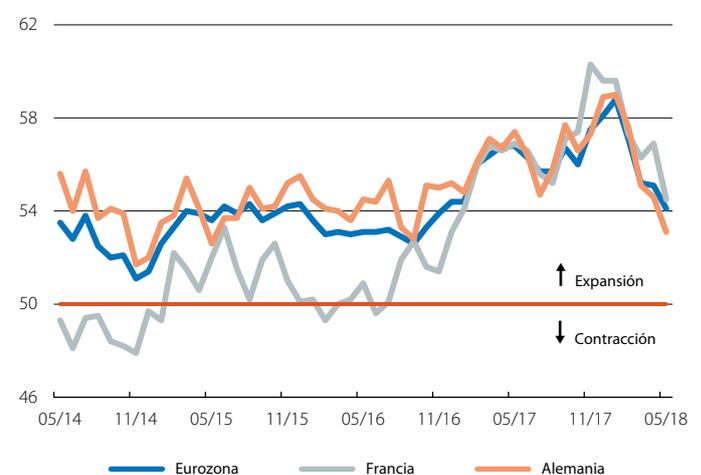
(% del PIB)



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

### Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto

Nivel



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

do un notable repunte del precio del petróleo. Aunque preve- mos que este repunte sea temporal (Arabia Saudí y Rusia pue- den compensar un posible recorte de producción de Irán), de prolongarse, podría erosionar ligeramente el crecimiento en los próximos trimestres.

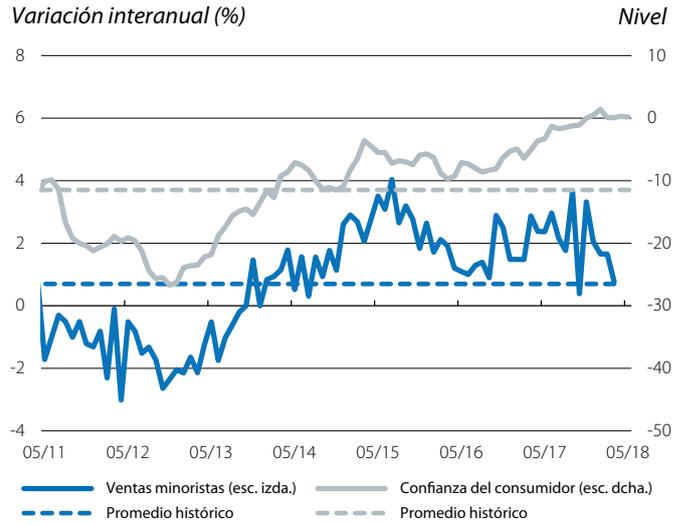
**Los indicadores de actividad se mantienen en cotas modera- das.** Así, el cuadro de indicadores apunta a que el crecimiento volverá a coger impulso en los próximos trimestres, aunque se mantendrá en cotas más moderadas que las observadas a fina- les de 2017. Concretamente, el índice de sentimiento empresarial para el conjunto de la eurozona se moderó en mayo y se situó en los 54,1 puntos, 1 punto por debajo del registro del mes anterior. Pese a situarse por debajo de las cotas registradas a finales de 2017, el indicador se mantiene cómodamente en zona expansiva (por encima de los 50 puntos). Por su parte, el índice de producción industrial repuntó en marzo tras haber caído en los tres meses anteriores y marcó un crecimiento interanual del 3,0%, un registro muy similar al del promedio de 2017 (2,9%).

**Atentos a los indicadores por el lado de la demanda.** Más concretamente, los últimos registros muestran una ligera desconexión entre los indicadores de sentimiento y los de ventas minoristas. Así, mientras que el índice de confianza del consu- midor en mayo se mantuvo en cotas muy elevadas (registro de 0,2 puntos, frente a un promedio para 2017 de -2,5 puntos), el crecimiento de las ventas minoristas en marzo cayó hasta el 0,8% interanual, un registro muy inferior al promedio de 2017 (2,2%). La brecha entre ambos indicadores es coherente con el hecho de que factores de carácter temporal como el mal tiempo puedan haber pesado sobre las decisiones de consumo de los hogares durante el 1T del año. Con todo, y tal y como apun- tan los indicadores de confianza, dada la buena evolución del mercado laboral en la eurozona y las condiciones favorables de acceso al crédito, desde CaixaBank Research preve- mos que el consumo privado repuntará en los próximos meses y se mantendrá como el principal motor de crecimiento.

**La inflación retrocede de manera temporal en abril** y se sitúa en el 1,2% interanual, 1 décima por debajo del registro del mes anterior. Por su parte, la inflación subyacente se moderó 2 déci- mas hasta el 1,1%. Esta ralentización se puede atribuir a efectos de calendario al caer este año la Semana Santa en marzo en lugar de abril, por lo que esperamos que los precios repunten en los próximos meses. De hecho, hemos revisado al alza la pre- visión de inflación para este año en 1 décima, hasta el 1,5%, dada la subida del precio del petróleo. A medida que la eurozo- na entre en una fase más madura del ciclo y que el mercado laboral siga absorbiendo el actual margen de holgura, preve- mos que los salarios repunten de forma gradual y que la infla- ción se acerque a finales de 2019 al objetivo del BCE de una inflación cercana pero por debajo del 2%.

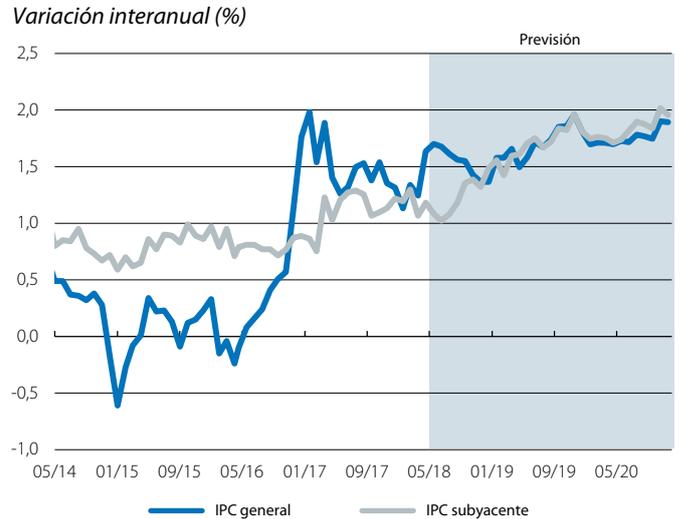
**El mercado laboral se mantiene como una pieza clave para el crecimiento.** El elevado clima de confianza que ha alimentado la recuperación económica del área se debe, en no poca medi- da, a la fuerte recuperación del mercado laboral. En este senti- do, la buena trayectoria mostrada por los últimos datos es posi- tiva. Así, la tasa de desempleo en la eurozona se emplazó en el 8,5% en marzo, 0,9 p. p. por debajo del registro del mismo mes

**Eurozona: indicadores de consumo**



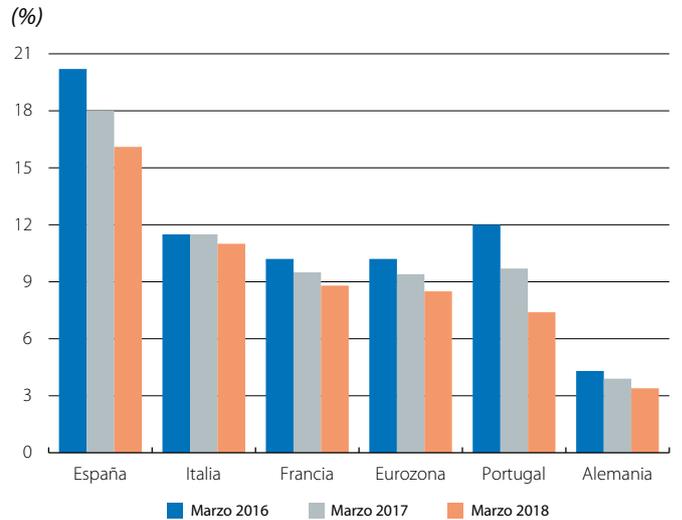
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y la Comisión Europea.

**Eurozona: IPC armonizado**



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

**Eurozona: tasa de paro**



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

del año anterior. Por países, destacan Portugal, cuya tasa de desempleo cayó en el mismo periodo 2,3 p. p. hasta alcanzar el 7,4%; España, cuya tasa cayó 1,9 p. p. hasta alcanzar el 16,1%, y Francia, que cayó 0,7 p. p. hasta alcanzar el 8,8%. Aun así, persisten elevadas diferencias en la tasa de desempleo entre los países miembros de la eurozona, con países como España, con una tasa de desempleo del 16,1% o Alemania, con una tasa del 3,4%.

## PORTUGAL

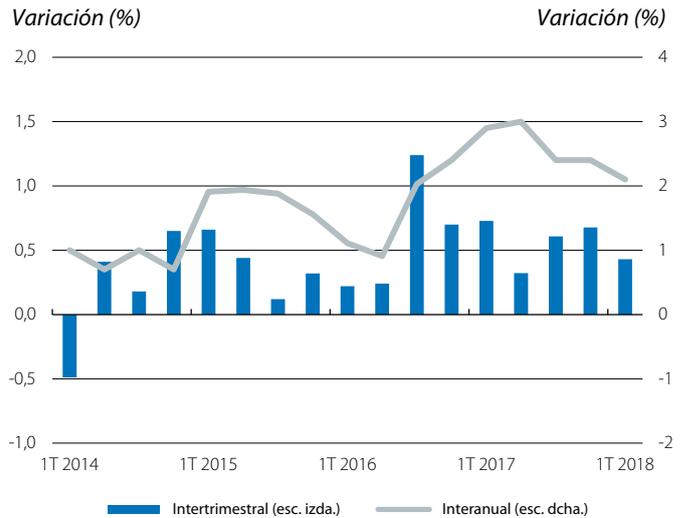
### Ligera desaceleración temporal de la actividad en el 1T 2018.

La economía portuguesa moderó su ritmo de crecimiento en el 1T 2018 tras crecer un 0,4% intertrimestral (2,1% interanual), 3 décimas por debajo del registro del trimestre anterior. A falta del detalle por componentes, el Instituto Nacional de Estadística de Portugal apunta que la demanda interna se mantuvo en cotas elevadas y que, por tanto, fue la demanda externa neta la causante de la desaceleración de la actividad. Desde CaixaBank Research creemos que esta desaceleración constituye un bache temporal que refleja la volatilidad inherente en la serie temporal y que el crecimiento se situará en cotas más elevadas, aunque por debajo de las cotas alcanzadas a finales de 2017, en los próximos trimestres. Este escenario se apoya en un contexto internacional que prevemos que se mantendrá favorable y que dará apoyo al crecimiento de las exportaciones. Por su parte, a nivel doméstico prevemos que el crecimiento del consumo privado se seguirá beneficiando del elevado ritmo de creación de empleo (crecimiento interanual del 3,2% en el 1T). Muestra de este último punto es el indicador de ventas minoristas que en marzo registró un crecimiento interanual del 7,6%, un registro muy superior al del promedio de 2017 (4,1%). Asimismo, la economía se seguirá beneficiando de unas condiciones monetarias acomodaticias. Con todo, a raíz del dato de crecimiento del 1T hemos revisado ligeramente a la baja las previsiones de crecimiento para 2018 en 1 décima hasta el 2,3%.

**La inflación cae en abril.** Más concretamente, la inflación general se situó en el 0,3%, 5 décimas por debajo del registro del mes anterior. Por su parte, la inflación subyacente también se moderó 8 décimas hasta alcanzar el 0,1%. Esta ralentización en el ritmo de crecimiento de los precios se debe, en gran parte, a los efectos de calendario asociados al hecho de que este año Semana Santa cayó en marzo en lugar de abril. Toda vez que este efecto de base se disipe, prevemos que la inflación repunte y siga creciendo paulatinamente de la mano del crecimiento de la actividad. Asimismo, debido al aumento del precio del petróleo, hemos revisado las previsiones de la inflación general al alza para el 2018 en 2 décimas hasta el 1,2%.

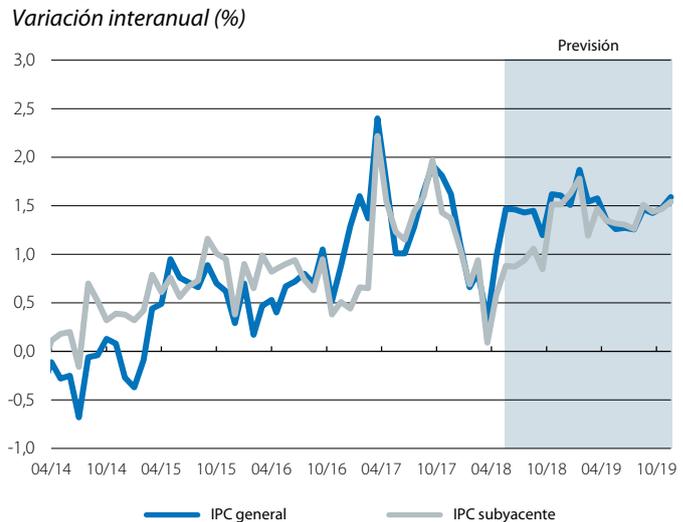
**El sector turístico sigue apoyando el sector exterior portugués.** Los últimos datos confirman el atractivo del país como destino turístico. Así, en el acumulado de 12 meses hasta marzo de 2018, los turistas extranjeros realizaron más de 42 millones de pernoctaciones hoteleras, un aumento del 8,3% respecto al mismo registro del año anterior. Desgranando por origen, la mayoría de los visitantes proceden de España (15,5%), Reino Unido (12,5%), Alemania (10,8%), Francia (9,6%) y Brasil (9,1%). Se consolida así el sector turístico como uno de los principales pilares de la recuperación económica de Portugal.

### Portugal: PIB



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

### Portugal: IPC armonizado



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

### Portugal: pernoctaciones de turistas extranjeros



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