

## CONJUNTURA · El creixement guanya tracció, però la pressió sobre el BCE augmenta

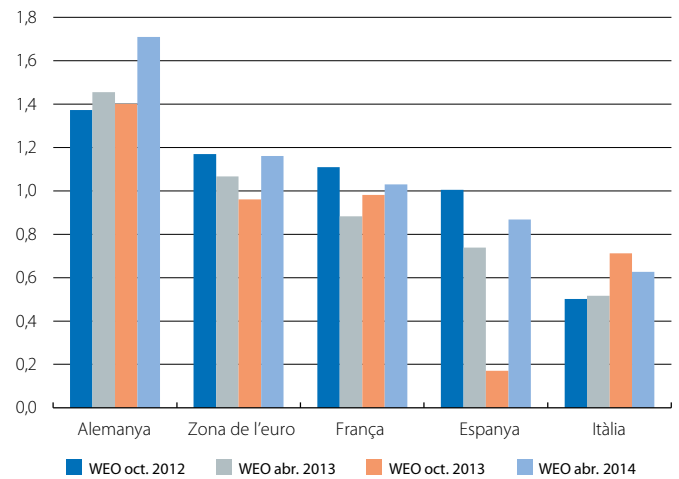
**Milloren les perspectives de creixement de la zona de l'euro.** Els indicadors publicats durant el mes d'abril continuen dibuixant un escenari de recuperació gradual de l'activitat econòmica. La fortalesa del sector exterior i, sobretot, la major solidesa de la demanda interna donen suport a una millora de les perspectives de creixement de la regió. L'FMI, per exemple, les ha revisat en 1 dècima a l'alça el 2014 i el 2015 (fins a l'1,2% i l'1,5% anual, respectivament). La institució destaca la solidesa creixent de la demanda interna, tot i que assenyalava que encara hi ha diversos factors que fan que l'actual procés de recuperació sigui especialment delicat. Entre els principals canvis en l'escenari de previsions per països, destaca el cas d'Alemanya, on el creixement ha estat revisat a l'alça en 3 dècimes des de l'últim *World Economic Outlook* (WEO). La revisió d'Espanya també ha estat molt significativa, fins al 0,9% anual el 2014. Menys positius són els canvis per a França i Itàlia, països en què l'FMI ressaltava la fragilitat de la recuperació econòmica.

**Els indicadors de confiança suggereixen que el creixement va guanyar impuls en el 1T 2014.** Una mostra d'això és l'evolució dels índexs dels gestors de compres PMI, que, tant per al sector manufacturer com per al de serveis, es troben clarament per damunt dels 50 punts, llindar a partir del qual se solen produir taxes de creixement positives. A l'abril, de fet, l'índex compost va pujar fins als 54,0 punts, el nivell més alt dels tres últims anys. L'evolució de l'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea també presenta una tendència clarament alcista, malgrat haver-se estancat temporalment a l'abril. Així mateix, l'important augment de la confiança dels consumidors (-8,7 a l'abril, enfront de -11,2 en el 1T 2014, de mitjana) sembla avançar una millora del consum privat en els pròxims mesos. Tot plegat suggereix que el creixement econòmic serà, en el primer trimestre de l'any, més intens que el del 4T 2013, del 0,2% intertrimestral, i que, per tant, s'aproparà a la mitjana històrica de la regió, entre el 0,4% i el 0,5%.

**Les dades d'activitat i de consum també presenten una tendència que convida a l'optimisme.** L'índex de producció industrial consolida el seu avanç al febrer i marca un increment de l'1,7% interanual. Destaca el dinamisme de la producció de béns intermedis i de capital, que dibuixa un escenari favorable per a l'avanç de la inversió. Una vegada més, cal destacar les divergències entre França i Alemanya. L'activitat industrial gal·la va tornar a decebre, amb una variació del -0,5% interanual al febrer. Al país germànic, en canvi, l'avanç va assolir el 4,1%. L'evolució de les vendes al detall és més homogènia entre països: a gairebé tots ells es dibuixa una trajectòria alcista. Així, per al conjunt de la zona de l'euro, les vendes al detall van créi-

### Previsions de creixement del PIB per al 2014

Variació interanual (%)

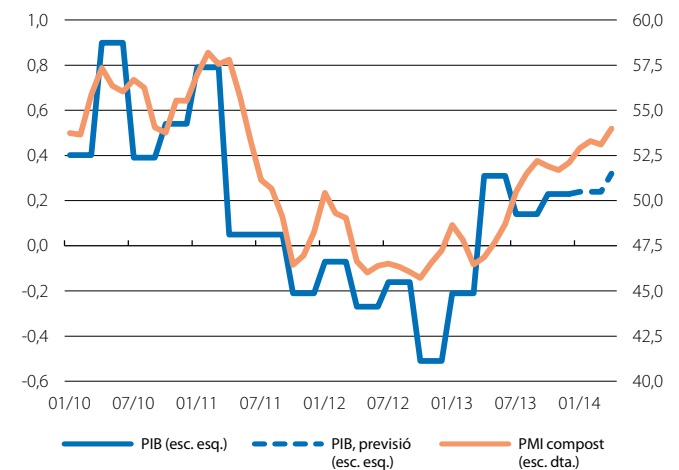


Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'FMI.

### Zona de l'euro: creixement del PIB i del PMI compost

Variació intertrimestral (%)

(Índex)

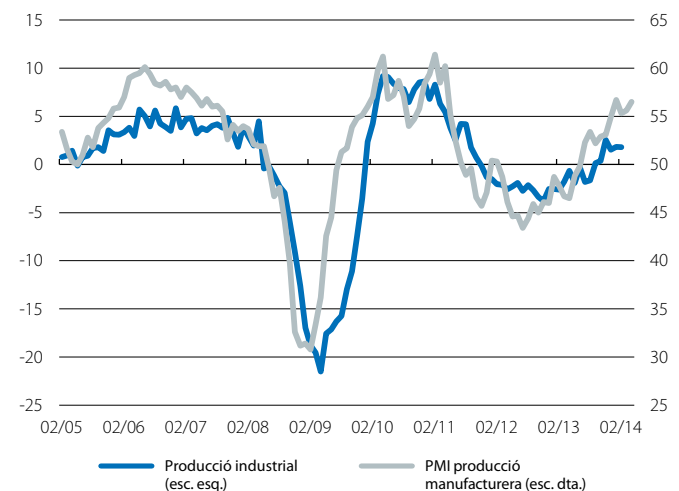


Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat i de Markit.

### Zona de l'euro: indicadors d'activitat

Variació interanual (%)

(Índex)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Markit i d'Eurostat.

xer el 0,8% interanual al febrer, impulsades, sobretot, pel repunt del component no alimentari.

**Les exportacions mantenen el to i les importacions es comencen a estabilitzar.** Les exportacions de béns, que ja van tancar l'any passat amb bons registres, han accelerat lleugerament el ritme d'avanç en els primers compassos del 2014. En concret, en els dos primers mesos de l'any, van registrar un creixement anual mitjà del 2,7%, gairebé 1 p. p. per damunt de l'avanç del 4T 2013. El canvi de tendència és més intens en les importacions, que fa temps que reculen, però que, en els últims mesos, han començat a moderar notablement el ritme de caiguda: del -1,7% del 4T 2013 han passat al -0,4% interanual al gener i al febrer. Aquest resultat és conseqüència, en gran part, de la recuperació de la demanda interna, en especial del consum de les llars i de la inversió en béns d'equipament, que ja fa tres trimestres que mostren taxes de creixement positives, la qual cosa, a poc a poc, va arrossegant les importacions.

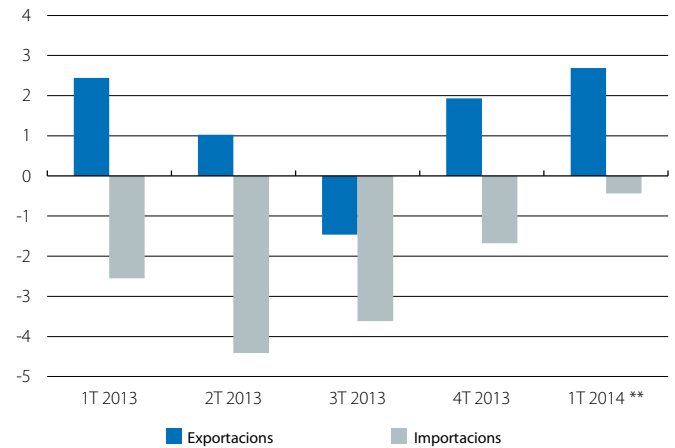
**La inflació es manté en cotes baixes i pressiona el BCE.** La taxa d'inflació per al conjunt de la zona de l'euro es troba en els nivells més baixos des del 2009. A l'abril, va augmentar en 2 dècimes, fins al 0,7%, però una part important del repunt va ser resultat de factors temporals, com l'efecte Setmana Santa. Aquesta eventualitat dificulta jutjar fins a quin punt els factors de fons, com la recuperació de la demanda interna, podran convertir aquest increment en una tendència alcista. Mentre la incògnita no es resol, la pressió sobre el BCE perquè actuï s'intensifica. A la llista de circumstàncies que es tenen en compte per defensar una política monetària més laxa, s'han afegit, en els últims mesos, el repunt dels tipus del mercat monetari i la cotització de l'euro, que, a poc a poc, s'ha anat apropant als 1,40 dòlars. Ara com ara, l'actuació del BCE s'ha quedat en el pla verbal, però el to de les declaracions ha anat guanyant fermesa i concreció en els últims mesos, fins al punt que el BCE ha aconseguit fer creïble que durà a terme un *quantitative easing* si ho creu necessari, un fet difícil d'imaginar fa poc temps.

**Persisteix la fragmentació financera a la zona de l'euro.** Segons un estudi dut a terme pel BCE (*Financial Integration in Europe*), malgrat les millores en els dos últims anys, la fragmentació financera de la regió es manté en cotes elevades. En aquest informe, es destaca que els avanços són, sobretot, fruit de les accions de política monetària, dels avanços cap a la Unió Bancària i de les reformes estructurals que han dut a terme els països de la zona de l'euro, en especial els perifèrics. De tota manera, el BCE alerta de la gran variació en els costos de finançament per a les empreses no financeres i remarca la importància de fer arribar el crèdit a l'economia real, en especial a la perifèria. El BCE assenyala la materialització de la unió bancària en els pròxims mesos com un element clau perquè la integració financera es vagi recobrant.

**Situacions diferents a les finances públiques.** Per bé que, per al conjunt de la zona de l'euro, el dèficit públic es va situar en

**Zona de l'euro: balança de béns \***

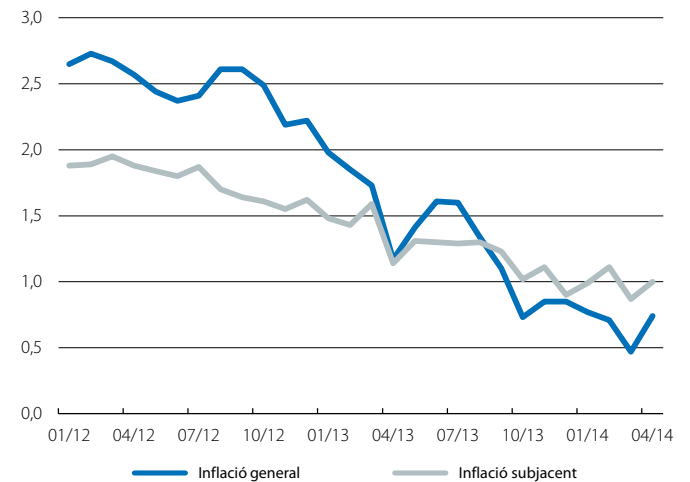
Variació interanual (%)



Notes: \* Dades nominals.  
 \*\* Acumulat de gener i febrer, en relació amb el gener i el febrer de l'any anterior.  
 Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Zona de l'euro: índex de preus al consum harmonitzat**

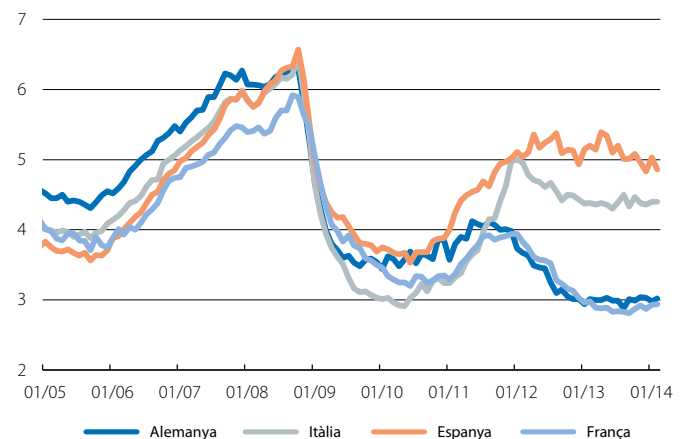
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Costos de finançament per a les empreses no financeres \***

Tipus d'interès (%)



Nota: \* Préstecs fins a 1 milió d'euros.  
 Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del BCE.

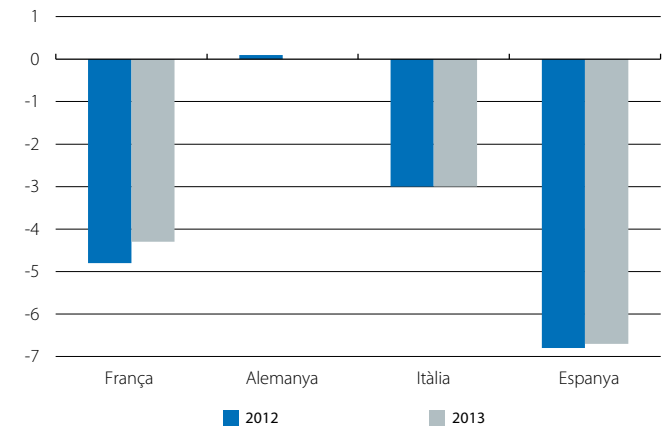
el 3,0% del PIB el 2013, les diferències entre països continuen sent molt notables. En un extrem, destaca Alemanya, que ha mantingut els comptes públics gairebé en equilibri per segon any consecutiu. També sobresurten Àustria i Holanda, amb un dèficit públic que se situa també clarament per sota del 3% del PIB. França es manté allunyada d'aquests registres i va tancar el 2013 amb un dèficit del 4,3%, només 0,6 p. p. per sota del nivell del 2012. Els ajustos més importants els observem als països perifèrics, que, malgrat mantenir-se lluny de l'objectiu del 3%, continuen ajustant els comptes públics segons el calendari previst i acordat amb la CE. En aquest sentit, cal esmentar Irlanda i Portugal. A Irlanda, el dèficit va disminuir 1 p. p., fins al 7,2%, i a Portugal el descens va ser d'1,5 p. p., fins al 4,9%. A Espanya, si no es tenen en compte les pèrdues per les ajudes al sector bancari, el descens del dèficit públic va ser molt escàs, però això no reflecteix l'esforç fiscal dut a terme, ja que moltes de les mesures per ajustar el dèficit el 2012 van ser temporals, i això va obligar a adoptar mesures addicionals el 2013.

**Portugal finalitzarà el programa de la troica amb èxit.** Llevat de la crisi de Govern de l'any passat, la implementació del programa acordat amb la troica s'ha caracteritzat pel compromís i per la serietat de les autoritats lusitanes durant els tres anys que ha durat. El bon ritme de creixement que Portugal ha exhibit durant els últims trimestres, que ha sorprès la majoria d'analistes; el ferm compromís amb el procés de consolidació fiscal, fins al punt de reduir el dèficit públic més del que s'havia previst inicialment el 2013, i la profunditat d'algunes de les reformes estructurals que s'han desenvolupat han permès que Portugal recuperés la confiança dels mercats. La prima de risc del deute lusità ha baixat de forma substancial durant els últims mesos, un fet que el Tresor portuguès ha aprofitat per prefinançar les necessitats d'enguany i començar a cobrir les del 2015. Així i tot, la situació de l'economia lusitana encara és delicada, per la qual cosa continua sent imprescindible mantenir la fermesa en els tres fronts esmentats més amunt.

**El ritme de creixement s'accelera al Regne Unit.** El PIB del país anglosaxó va créixer un contundent 0,8% intertrimestral en el 1T 2014. Fins fa poc hi havia seriosos dubtes sobre la solidesa de la recuperació al Regne Unit, atès que es basava, en gran part, en l'auge del mercat immobiliari i en el consum privat. No obstant això, els signes de millora s'han estès a les condicions creditícies, als indicadors de confiança i, sobretot, a la inversió en béns d'equipament. Ara la incertesa gira al voltant del moment en què el Banc d'Anglaterra començarà a endurir les condicions monetàries. De fet, en la seva estratègia de *forward guidance*, va anunciar que el punt d'inflexió arribaria quan la taxa d'atur se situés per sota del 7%, i, actualment, es troba ja en el 6,9%.

**Saldo públic per a diferents països de la zona de l'euro**

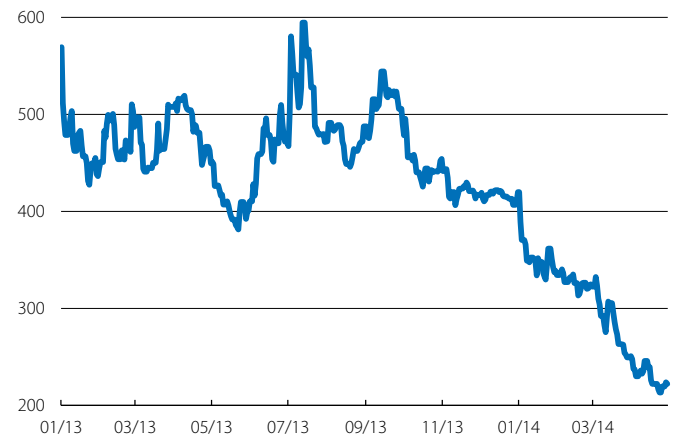
(% del PIB)



**Nota:** No inclouen les ajudes a la banca.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Portugal: prima de risc \***

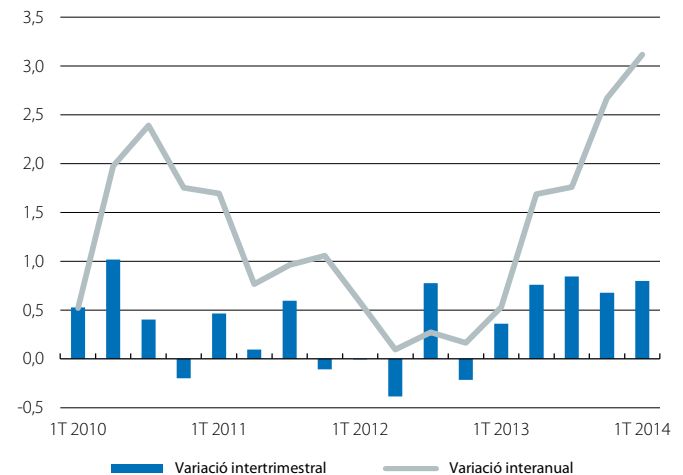
(p. b.)



**Nota:** \* Diferència entre la rendibilitat del bo portuguès a 10 anys i el bo alemany al mateix venciment.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Regne Unit: PIB**

(%)



**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de l'ONS.