

CONJUNTURA · Creixement lent però sostingut

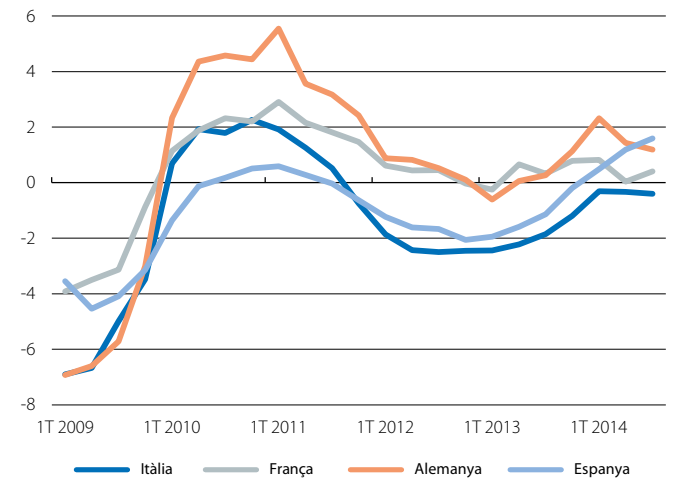
La recuperació de la zona de l'euro avança segons el previst: lentament i amb diferències entre països. Les dades del PIB del 3T van mostrar un creixement feble a la zona de l'euro, del 0,2% intertrimestral (el 0,1% en el 2T). Destaca l'avanç d'Espanya, del 0,5% intertrimestral, que va superar amb escreix el de la zona de l'euro. En canvi, l'economia italiana es va tornar a contraure. Aquesta vegada, les xifres van oferir sorpreses positives a França, amb un avanç superior al previst, tot i que gràcies a la despesa pública i a l'acumulació d'estocs, uns motors difícils de mantenir. Alemanya va créixer el 0,1%, la qual cosa allunya la por a una recessió després de la lleugera caiguda del 2T. En els pròxims mesos, esperem que la recuperació de la zona de l'euro continuï, amb el suport gradual de l'abaratiment del petroli, de la depreciació de l'euro i de la reactivació del crèdit (per les mesures de política monetària i per la publicació de la revisió dels actius de la banca i les proves d'estrès dutes a terme pel BCE).

La Comissió Europea revisa a la baixa el creixement de la zona de l'euro. En concret, preveu que la zona de l'euro creixi el 0,8% el 2014 i l'1,1% el 2015. La demanda domèstica, menys vigorosa del previst, i la materialització dels riscos existents durant la primera meitat de l'any (reducció del comerç mundial i conflictes a Ucraïna i al Pròxim Orient) han propiciat la revisió. La CE vaticina una recuperació lenta el 2015, esperonada per la demanda interna i, en particular, per la inversió, atès l'entorn de política monetària acomodaticia, la millora dels costos de finançament i la menor necessitat de despallanquejament. La mateixa CE hi contribuirà amb el pla Juncker, les mesures del qual busquen fomentar la inversió privada i pública en un entorn de liquiditat abundant, però que no es tradueix en el finançament de nous projectes. El pla contempla la creació del Fons Europeu d'Inversions Estratègiques, amb una capacitat financera esperada de 315 milers de milions d'euros per invertir en projectes a llarg termini (infraestructures estratègiques, de transport, R+D, etc.) i per donar suport al crèdit a les pimes. L'èxit d'aquest pla dependrà, però, tant de l'operativa i de la selecció de projectes com de la capacitat d'absorció, limitada *a priori*, de les pèrdues de capital públic. Dins el Semestre Europeu, la CE ha alertat set països del risc de desviació de l'objectiu de dèficit públic per al 2015. A més a més, Bèlgica, França i Itàlia s'exposen a sancions si no adopten mesures addicionals per corregir els nivells de dèficit (vegeu el Focus «França i Itàlia estan adoptant les mesures adequades?»).

Creixement moderat de l'activitat a la zona de l'euro. En les enquestes d'opinió de la CE al sector manufacturer, les empreses reporten una lleugera desacceleració de les comandes industrials, tot i que continuen en terreny positiu. La mateixa lectura de creixement moderat es pot llegir en l'índex PMI compost de la zona de l'euro, que continua en zona expansiva, però per sota de la mitjana del 3T. Aquesta estabilitat amaga desenvolupaments diferents per sectors d'activitat (avanços en

Creixement del PIB

Variació interanual (%)



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

Previsions de creixement del PIB de la Comissió Europea

Variació interanual (%)

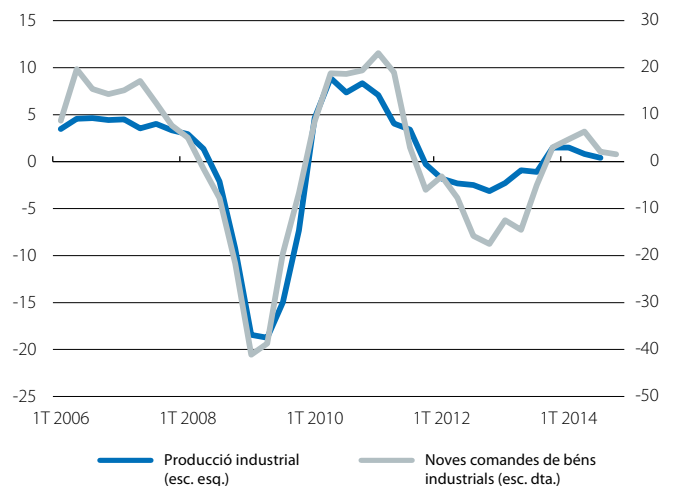
	Previsió PIB			Variació en relació amb previsió primavera 2014	
	2013	2014	2015	2014	2015
Zona de l'euro	-0,5	0,8	1,1	▼ 0,4	▼ 0,6
Alemanya	0,1	1,3	1,1	▼ 0,5	▼ 0,9
França	0,3	0,3	0,7	▼ 0,7	▼ 0,8
Itàlia	-1,9	-0,4	0,6	▼ 1,0	▼ 0,6
Espanya	-1,2	1,2	1,7	▲ 0,1	▼ 0,4

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

Zona de l'euro: indicadors d'activitat

Variació interanual (%)

(Índex)



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

indústria i comerç al detall, sense canvis en serveis i amb deterioraments en construcció) i per països (millores a França i a Espanya i reculades a Alemanya i a Itàlia).

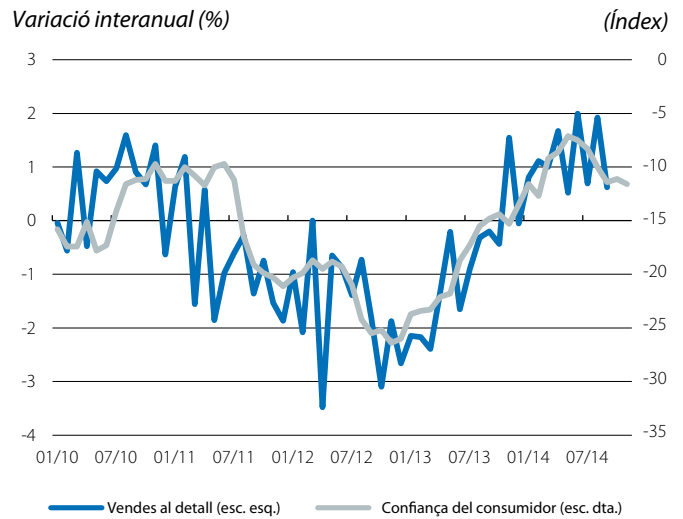
Estabilització dels indicadors de demanda. Les vendes al detall del setembre van moderar el ritme de creixement, però es van mantenir en taxes positives. La tendència de la sèrie mostra que, des de l'inici de l'any, les vendes han crescut gairebé l'1% interanual. No obstant això, no sembla que la lentitud de la recuperació de la zona de l'euro generi més optimisme entre els consumidors, l'indicador de confiança dels quals va disminuir al novembre. Aquest pessimisme s'hauria d'esvaïr a mesura que la recuperació es consolidi i millori la situació del mercat laboral. Ara com ara, però, el descens de la taxa d'atur és molt gradual. A l'octubre, la taxa d'atur es va mantenir en l'11,5%, per sota de l'11,9% registrat fa un any, però sense canvis en relació amb els dos mesos anteriors. Les expectatives d'atur no apunten tampoc a una millora significativa en els pròxims mesos.

Alemanya: el consum privat tira del carro. El detall del creixement del PIB alemany per al 3T ens permet ser optimistes. Tot i que el creixement intertrimestral va ser moderat, tant el consum privat com les exportacions van créixer amb força. Les aportacions negatives de la inversió i de la variació d'existències expliquen la taxa de creixement tan moderada en el 3T. No obstant això, si tenim en compte l'evolució més favorable dels indicadors de més alta freqüència del novembre, com l'IFO i el ZEW, la inversió hauria de repuntar en l'últim trimestre de l'any. A més a més, la composició del PIB alemany en el 3T mostra un avanç més equilibrat (la contribució de les demandes interna i externa va ser de 0,3 p. p. i de 0,2 p. p., respectivament). El dinamisme del consum privat s'hauria de mantenir, atesos el bon comportament del mercat laboral alemany, amb una taxa d'atur en mínims històrics (el 4,9% al novembre), i els baixos tipus dels nous crèdits a les llars per a l'habitatge i per al consum (també en mínims), i hauria d'allunyar la inquietud que l'activitat alemanya, el motor de la zona de l'euro, pugui entrar en una fase d'estancament.

Creixement robust a l'Europa emergent. Malgrat la incertesa generada pel conflicte entre Rússia i Ucraïna i el to econòmic relativament moderat de la zona de l'euro, el procés de recuperació de l'Europa emergent sorprèn per la seva fortalesa. Una explicació important és la resistència de la demanda interna i, en particular, de la inversió. Així mateix, l'increment del consum privat a Alemanya pot haver afavorit, per la seva estreta dependència, la bona marxa de l'Europa emergent. De cara a l'any vinent, s'espera que, en conjunt, aquest bloc de països continuï creixent al voltant del 3%, amb el suport, sobretot, del dinamisme de Polònia, la més gran d'aquestes economies.

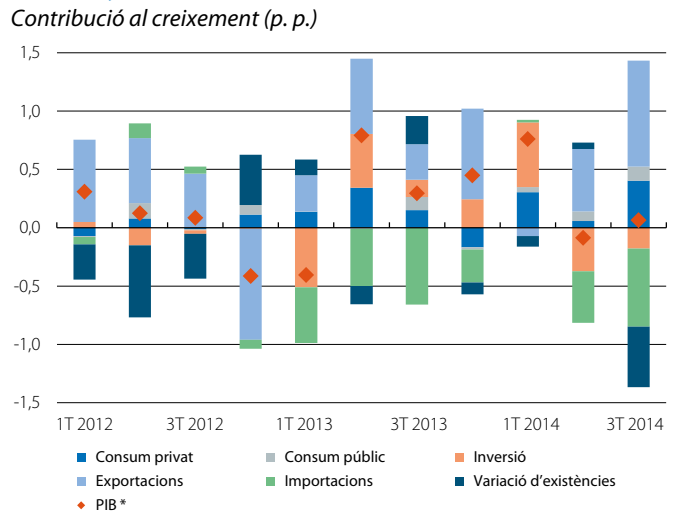
La inflació es manté feble. Al novembre, la inflació va baixar una dècima, fins al 0,3%, a causa de la caiguda del preu de l'energia. Per països, la dada de l'octubre, l'última disponible, va mostrar diferències notables i va ser més baixa a Itàlia i a Espanya (aquí, en concret, en terreny negatiu). A curt termini, s'es-

Zona de l'euro: indicadors de consum



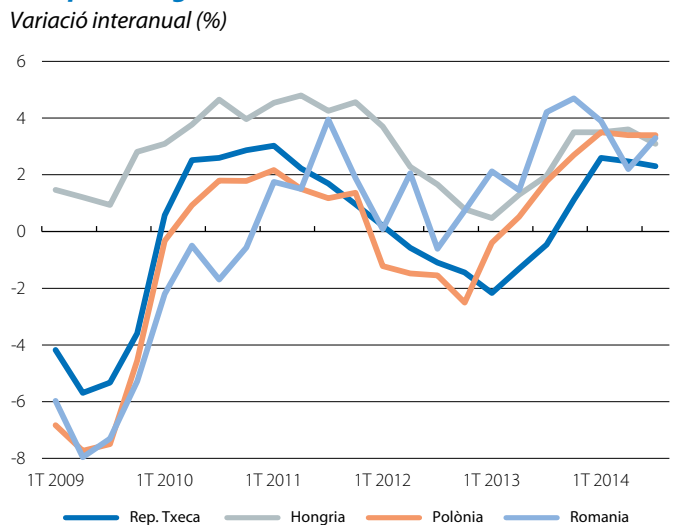
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

Alemanya: creixement intertrimestral del PIB



Nota: * Variació intertrimestral (%). Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Destatis.

Europa emergent: creixement del PIB



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

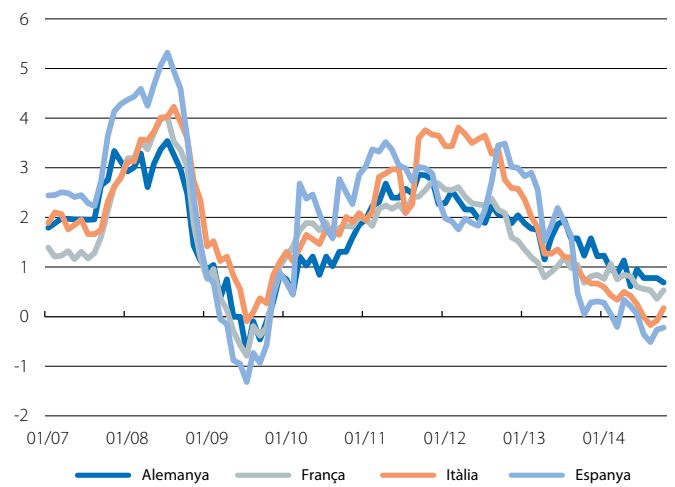
pera que el descens del preu del petroli continuï pressionant la inflació a la baixa, sobretot davant la falta d'acord per limitar la producció per part dels països de l'OPEP. La inflació subjacent, no afectada per l'energia, es va mantenir en cotes baixes, del 0,7%, reflex del to feble de l'activitat econòmica. L'abaratiment del petroli, malgrat que arrossega la inflació a la baixa, no és una mala notícia per a la zona de l'euro, importadora neta de petroli, ja que comporta una reducció important dels costos de producció, la qual cosa millora la posició competitiva i la capacitat de compra de les llars.

El sector exterior recupera el pols. La balança comercial de la zona de l'euro va registrar un superàvit del 2,5% del PIB al setembre (acumulat de 12 mesos) i va mantenir la millora de l'agost. L'avanç va ser degut, en part, als increments del superàvit de béns (per la millora de les exportacions) i, en menor mesura, dels serveis, la qual cosa consolida el paper del sector exterior com a motor de la recuperació. A més a més, la depreciació recent de l'euro enfront del dòlar hauria d'ajudar a impulsar les vendes a l'exterior, ja que abarateix el preu final dels béns produïts, sobretot en països com França i Itàlia (vegeu el Focus «La sensibilitat de les exportacions de la zona de l'euro als moviments canviaris»). Per tant, el sector exterior recuperarà el protagonisme en els pròxims mesos. Aquesta lectura més positiva es desprèn, també, de les últimes enquestes d'opinió de la CE. En general, les empreses es mostren més optimistes sobre les seves expectatives d'exportar, amb índexs superiors a la mitjana històrica.

La millora de la capacitat creditícia donarà suport a la recuperació. Els resultats de l'enquesta d'accés al finançament de les empreses de la zona de l'euro posen de manifest que la seva situació financera ha millorat en els sis últims mesos, en part per l'augment del nombre d'empreses (del 10%) que han incrementat la facturació. Paral·lelament, la política monetària més expansiva del BCE ha permès que el cost del crèdit per a les empreses i per a les llars hagi baixat de forma gradual (les diferències entre països també han disminuït). Per bé que la fragmentació financera continua sent notable, és molt menor que uns mesos enrere. Així, per exemple, mentre que les empreses alemanyes van pagar un tipus d'interès al setembre del 2,6% per als crèdits inferiors a un milió d'euros, les espanyoles ho van fer al 4,2%. Fa un any, els tipus eren més elevats i més dispersos, del 2,8% i del 5,0%, respectivament. En els pròxims mesos, s'espera que la capacitat creditícia del sector bancari continuï millorant i que el procés de desfragmentació prossegueixi. La millora de la credibilitat al sector bancari, arran dels resultats favorables de les proves d'estress a les quals el BCE ha sotmès la banca, propiciarà que això sigui així.

Inflació

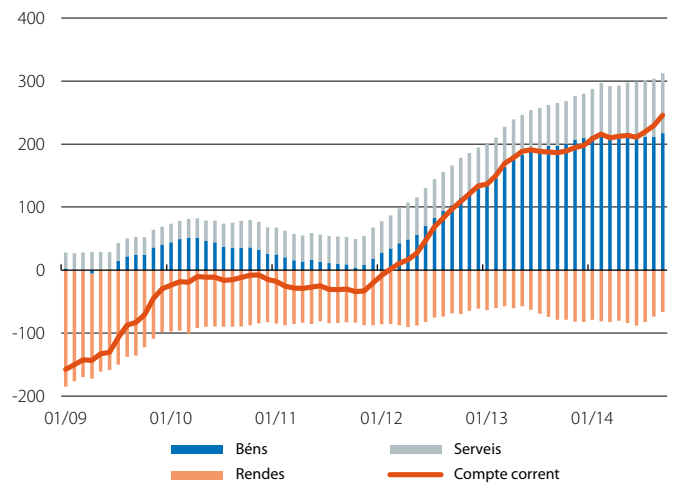
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: saldo del compte corrent

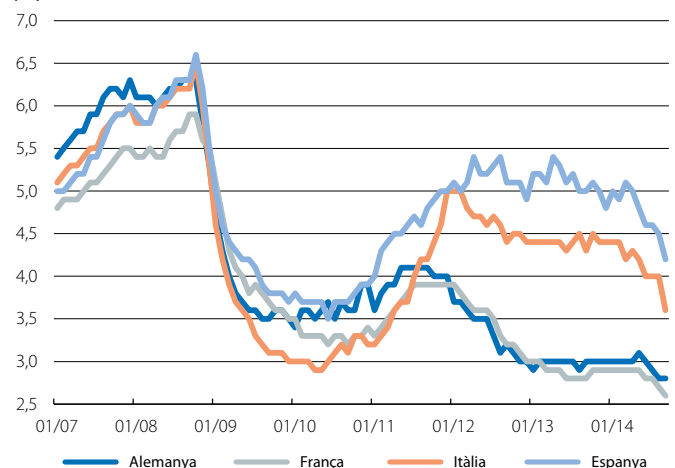
Milers de milions d'euros (acumulat de 12 mesos)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del BCE.

Tipus d'interès dels crèdits a empreses inferiors a 1 milió d'euros

(%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del BCE.