

## CONJUNTURA · Un creixement moderat que triga a guanyar intensitat

**L'expansió econòmica de la zona de l'euro prossegueix enguany.** La Comissió Europea preveu que el creixement del PIB de la zona de l'euro serà de l'1,7% el 2016, 1 dècima menys que la dada prevista la tardor passada, per culpa d'uns vents de cara (l'alentiment dels emergents i les recents turbulències financeres) que bufen una mica més fort que fa tres mesos. El ritme de creixement de la majoria d'economies de la regió accelera de manera gradual, i el nostre escenari de previsions contempla una recuperació moderada que anirà agafant velocitat al llarg de l'any, tot i que una mica més lentament del que havíem previst. Sosté el creixement una demanda interna robusta, sobretot el consum privat i, amb menys intensitat, el consum públic i la inversió. La contribució de la demanda externa tindrà un abast limitat a causa de la desacceleració del comerç mundial. La intensitat dels vents de cua que van donar suport al creixement el 2015 es modificarà: el baix preu del petroli continuarà afavorint-lo durant uns mesos (tot i que després pujarà de forma gradual) i la política monetària acomodaticia del BCE s'intensificarà i mantindrà baixos els tipus d'interès i més feble el tipus de canvi efectiu de l'euro (que sense la política monetària acomodaticia). No obstant això, poden afectar el nostre escenari uns vents de cara que bufin amb més força del que s'esperava: una desacceleració més intensa de les economies emergents, la prolongació de la volatilitat financera, la sortida del Regne Unit de la UE o els riscos geopolítics.

**El PIB de la zona de l'euro va créixer el 0,3% intertrimestral en el 4T 2015** (l'1,5% interanual), el mateix ritme que en el 3T. La dada situa el creixement total de l'any en l'1,5%, la qual cosa representa un avanç en relació amb el 2014 (el 0,9%). Així i tot, la recuperació es desenvolupa a diferents velocitats entre països i és una mica més lenta del que s'havia previst. Espanya continua al capdavant, amb un ritme de creixement del 0,8% intertrimestral en el 4T, i Alemanya manté el pas del 3T, moderat però sòlid, del 0,3%. Per la seva banda, França i Itàlia van reduir en 1 dècima el ritme de creixement, fins al 0,2% i el 0,1% intertrimestral, respectivament. Malgrat que encara no s'ha publicat el desglossament del PIB per components de demanda, les dades disponibles palesen que la demanda interna ha estat el principal suport del creixement de la zona de l'euro. L'economia s'ha beneficiat d'uns factors de suport temporals que, ara com ara, han compensat la desacceleració de les economies emergents i l'augment de les turbulències financeres.

**L'Europa emergent accelera el pas.** En el 4T, el ritme d'activitat es va accelerar a tota la regió. Destaca l'elevat avanç del PIB registrat per Polònia, Romania, Eslovàquia i Hongria, les taxes de variació intertrimestral dels quals van assolir o, fins i tot, van superar, en alguns casos, l'1% (la variació interanual va ser del 3,5%-4%). Sense el detall per components, els indicadors dis-

### Creixement del PIB: previsions de la Comissió Europea

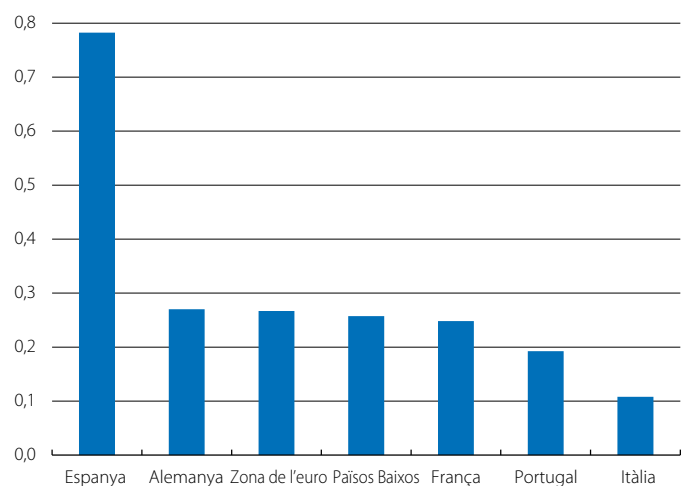
Variació anual (%)

	2015	Previsió		Variació en relació amb previsió tardor 2015	
		2016	2017	2016	2017
Zona de l'euro	1,5	1,7	1,9	▼ 0,1	=
Alemanya	1,4	1,8	1,8	▼ 0,1	▼ 0,1
França	1,1	1,3	1,7	▼ 0,1	=
Itàlia	0,6	1,4	1,3	▼ 0,1	▼ 0,1
Espanya	3,2	2,8	2,5	▲ 0,1	▲ 0,1
Portugal	1,4	1,6	1,8	▼ 0,1	=
Grècia	-0,7	-0,7	2,7	▲ 0,6	=

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat (2015) i de la Comissió Europea.

### PIB del 4T 2015

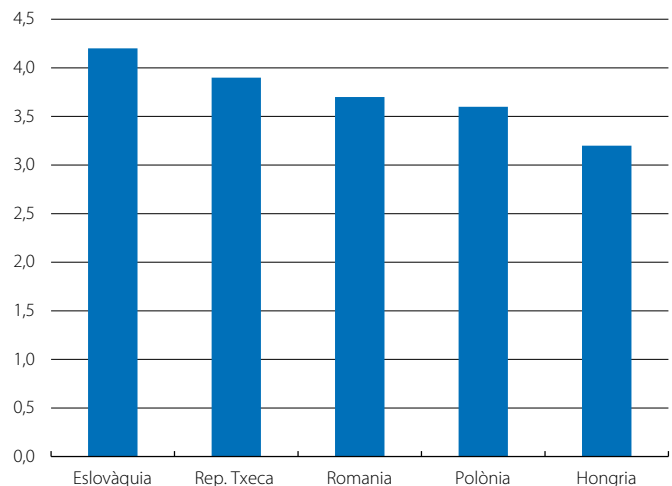
Variació intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Europa emergent: PIB del 4T 2015

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i dels instituts estadístics nacionals.

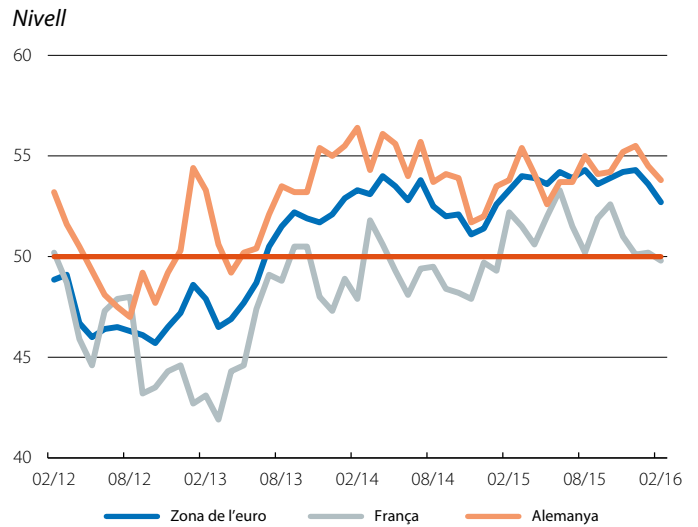
ponibles suggereixen que la majoria d'aquestes economies es beneficien, simultàniament, d'una aportació positiva de la demanda externa (reflex del bon to del seu mercat principal, la zona de l'euro) i d'un major vigor de la demanda interna. Les perspectives immediates són que aquests països mantindran un ritme d'expansió notable el 2016, per bé que en suau desacceleració en relació amb el 2015.

**No sembla que el ritme de creixement de l'activitat augmenti en el 1T 2016.** Els indicadors d'activitat disponibles per al mes de febrer suggereixen que el creixement a la zona de l'euro no guanya intensitat. L'índex de sentiment econòmic va baixar fins als 103,8 punts, per damunt de la mitjana històrica (100). L'índex PMI compost va davallar fins als 52,7 punts, el registre més baix des del gener del 2015, tot i que es va situar clarament en un nivell expansiu (per damunt dels 50 punts). Per països, el PMI compost va recular a Alemanya fins als 53,8 punts, però es va mantenir, també, en una confortable zona expansiva. En canvi, a França, l'índex va recular fins als 49,8, un nivell marginalment recessiu. Aquests descensos mostren com les turbulències que experimenten els mercats financers afecten el sentiment econòmic i empresarial. Tot i que no preveiem que es tradueixin en un alentiment de l'activitat de la zona de l'euro, el creixement pot trigar més a guanyar intensitat.

**El consum avança, però no accelera.** Els indicadors de demanda mostren una certa desacceleració entre el final del 2015 i l'inici del 2016. Les vendes al detall van augmentar l'1,4% interanual al desembre, un ritme superior a la mitjana històrica, però una mica per sota del fort ritme que va marcar la resta del 2015. D'altra banda, la confiança del consumidor a la zona de l'euro va baixar al febrer fins als -8,8 punts (-6,3 al gener), per sota dels registres observats des del desembre del 2014. La disminució de la confiança recull un augment de la incertesa a conseqüència de la forta volatilitat financera experimentada recentment, però esperem que aquest to menys ferm sigui temporal. De fet, el mercat laboral de la zona de l'euro es continua recuperant de manera favorable. La taxa d'atur va baixar fins al 10,4% al desembre del 2015, i preveiem que continuarà millorant al llarg d'enguany i donant suport a la millora del consum privat.

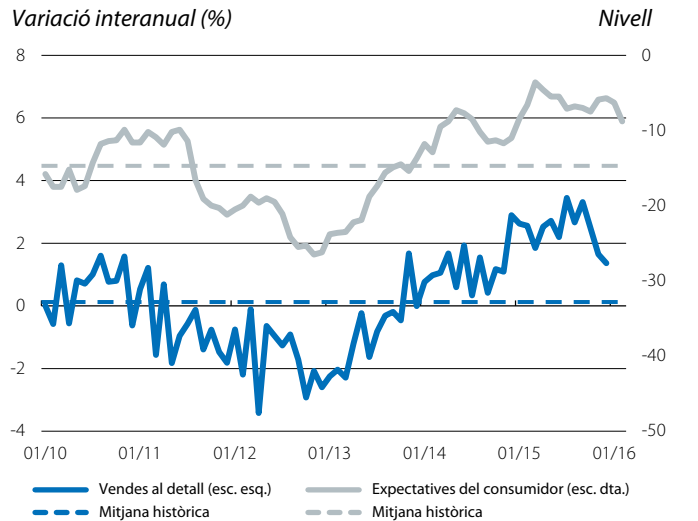
**El superàvit per compte corrent continua millorant.** Malgrat l'augment gradual de la demanda domèstica, el baix preu del petroli, que ha reduït el dèficit energètic de la zona de l'euro, i la millora de la competitivitat-preu van contribuir, el 2015, a incrementar el superàvit per compte corrent, el qual, afavorit per la forta correcció dels dèficits de nombrosos països perifèrics (Espanya n'és un clar exemple) i per la continuïtat del superàvit substancial d'Alemanya (el 8,9% del PIB al desembre), va assolir un màxim del 3,2% del PIB al desembre (acumulat de 12 mesos). Des d'una perspectiva d'inversió i d'estalvi, un increment elevat del superàvit indica que l'augment de l'estalvi no s'ha invertit a la zona de l'euro, un desequilibri que podria repercutir en el potencial de creixement de la regió si la situació s'allarga en el temps.

**Indicador d'activitat PMI compost**



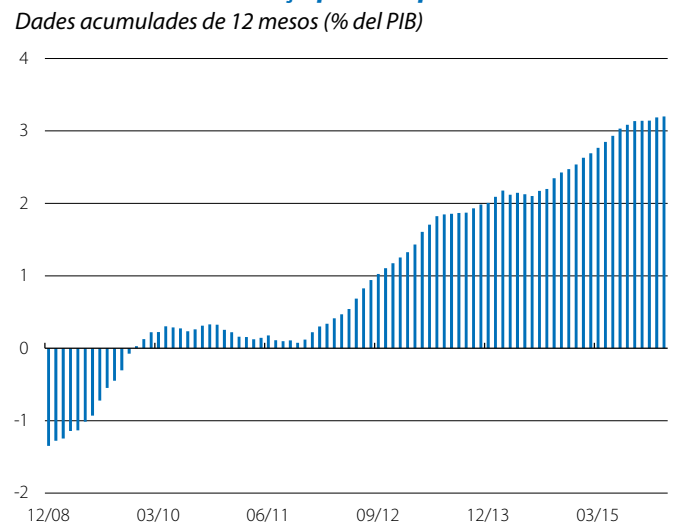
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

**Zona de l'euro: indicadors de consum**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Zona de l'euro: balança per compte corrent**



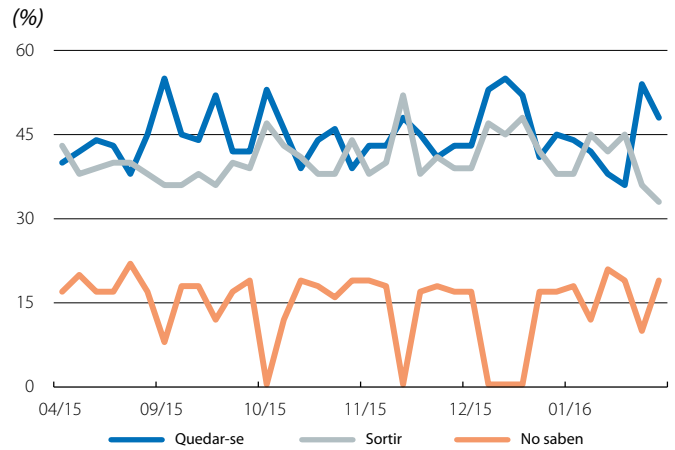
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

**La potencial sortida del Regne Unit de la UE afegeix incertesa a l'entorn econòmic.** El Regne Unit ha aconseguit un acord al Consell Europeu sobre els termes de la seva pertinença a la UE, que sotmetrà a referèndum el 23 de juny. L'acord conté quatre àrees principals: sobirania, competitivitat, governança econòmica i immigració. Aquesta última àrea ha estat la més controvertida, ja que inclou un «fre d'emergència» a les prestacions socials vinculades a l'ocupació per als immigrants procedents de la UE, la qual cosa comportaria un tracte discriminatori en relació amb els treballadors nacionals. Més enllà de la lletra petita, si s'aprova l'acord, el Regne Unit deixarà d'estar compromès amb una major integració dins de la UE, la qual cosa marcaria un precedent amb conseqüències negatives per al procés d'integració política i econòmica si altres països apelen també a la seva excepcionalitat. No obstant això, la clarificació del seu paper també pot donar via lliure als països que aspirin aconseguir una major integració política i econòmica al si de la zona de l'euro. Ara com ara, les enquestes no donen un resultat clar del referèndum, ja que la indecisió és elevada. Sigui com sigui, la possibilitat del *bretxit* ha provocat un augment de la incertesa, que ha repercutit en la important depreciació de la lliura d'aquestes últimes setmanes. Aquesta depreciació respon, també, al possible ajornament, fins a l'inici del 2017, de la pujada dels tipus d'interès del Banc d'Anglaterra, atès el context actual de més incertesa i de baixa inflació.

**La crisi dels refugiats és un repte important per a la UE, més enllà del costat humanitari.** La incapacitat d'arribar a un acord per gestionar la crisi arrossega cada país a adoptar decisions unilaterals que perjudiquen els seus socis. Sis països han imposat controls fronterers temporals dins de l'espai Schengen, una mesura que, si s'allarga, podria ser un llast per al creixement econòmic de la UE. Segons France Stratégie, tornar als controls fronterers de forma permanent equivaldria a introduir una taxa comercial sobre el comerç, que reduiria les relacions comercials entre els països de Schengen. Així, en un clima de desconfiança mútua, no solament serà molt difícil solucionar la gestió de la crisi de refugiats, sinó també avançar en el procés de construcció europea en general. A més a més, poden aparèixer altres riscos, tant geopolítics com idiosincràtics, que acabin impactant de manera negativa sobre el creixement, ja que la capacitat de resposta conjunta de la UE és limitada.

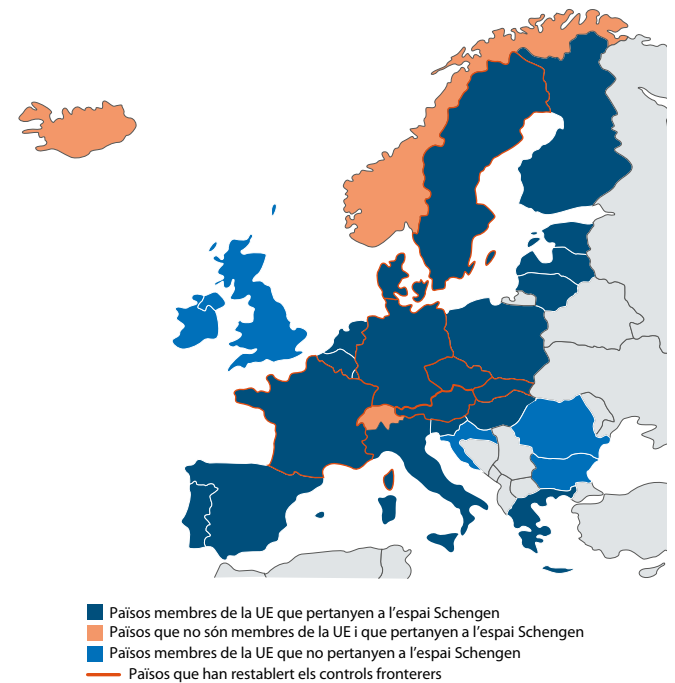
**Augmenten els focus de risc a Portugal.** Les perspectives de creixement de Portugal han empitjorat recentment: el PIB previst per al 2016 pel consens d'analistes ha passat, en menys de quatre mesos, de l'1,8% a l'1,5%. Aquest deteriorament ha estat conseqüència d'unades d'activitat registrades més negatives en la segona meitat del 2015, amb una pèrdua de to de la demanda interna, i dels dubtes, que ja han fet efecte, sobre la solidesa parlamentària del Govern i sobre la seva capacitat d'adoptar una política econòmica adequada. En particular, preocupa la incerta evolució pressupostària resultant de la poca credibilitat de l'escenari previst, que ha provocat una demanda d'ajustos addicionals per part de la Comissió Europea.

**Regne Unit: intenció de vot en el referèndum**



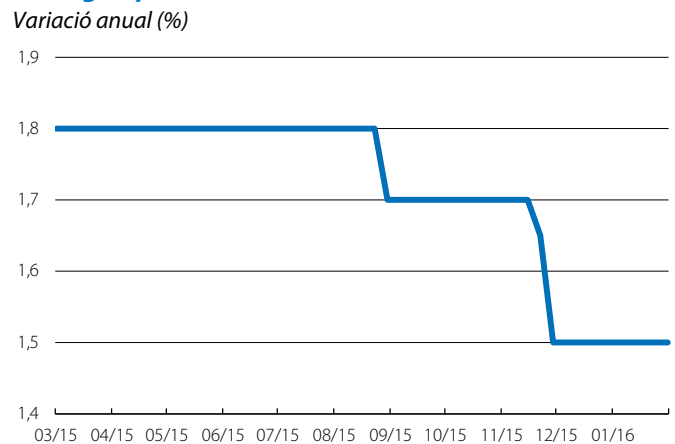
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Financial Times.

**Controls fronterers dins de l'espai Schengen**



Font: France Stratégie.

**Portugal: previsions de PIB del 2016 del consens**



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.