

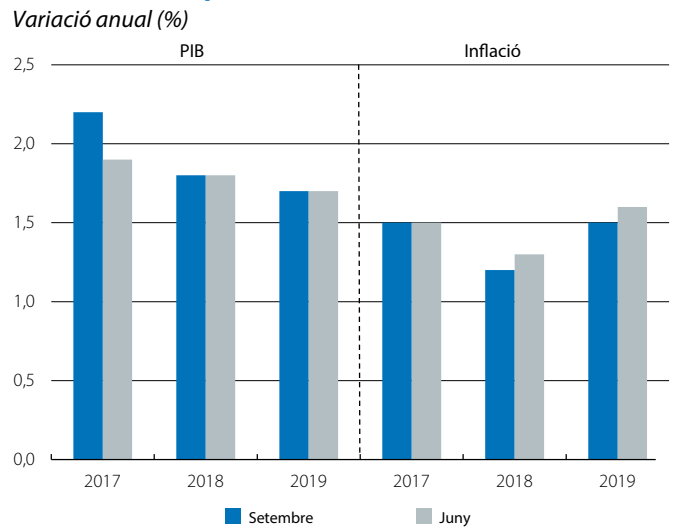
CONJUNTURA · La zona de l'euro manté un bon ritme de creixement

Les bones dades econòmiques del primer semestre de l'any confirmen l'acceleració de l'activitat econòmica a la zona de l'euro. La millora de l'activitat s'ha manifestat de forma sincronitzada a tots els països de l'àrea i ha anat acompanyada d'una millora de la confiança. L'augment de la demanda, amb el suport d'unes condicions creditícies molt favorables, ha generat un clima favorable per a la inversió, per a l'ocupació i, en definitiva, per al creixement econòmic. Una mostra d'això és la revisió que el BCE ha fet a l'alça del creixement del PIB de la zona de l'euro per a enguany de l'1,9% al 2,2%, una previsió que coincideix amb la de CaixaBank Research. Així i tot, cal afrontar molts reptes. Un cop passades les cites electorals a França i a Alemanya, la zona de l'euro gaudeix d'una finestra d'oportunitat per canalitzar reformes de calat en les polítiques i a les institucions. Tot i que aquesta finestra s'ha vist enterbolida per l'auge electoral de l'extrema dreta a Alemanya, la victòria de Merkel i de Macron, juntament amb el bon clima de creixement econòmic, hauria d'oferir un cert marge d'actuació per emprendre les reformes. Al seu torn, Macron ha iniciat un cicle de reformes amb una reforma laboral, ja aprovada, que discutim àmpliament al Focus «La reforma laboral francesa: la revolució soft d'Emmanuel Macron», en aquest mateix Informe Mensual. Creuant el canal, ens mantenim atents a l'evolució de les negociacions sobre el *brexit*, que continuen estancades al voltant de la qüestió dels pagaments que el Regne Unit hauria de fer a la UE pels compromisos financers adquirits com a membre de la UE. En declaracions recents, i en un intent de desencallar les negociacions, Theresa May ha expressat la voluntat del Regne Unit de negociar un acord de transició que mantindria l'*statu quo* per un període aproximat d'uns dos anys.

La demanda interna es manté com el principal motor de creixement de la zona de l'euro en el 2T, amb una contribució al creixement del PIB d'1,9 p. p. sobre el total del 2,3% interanual. En línia amb els trimestres anteriors, tots els subcomponents de la demanda interna han crescut vigorosament. Destaca el canvi de tendència de la contribució al creixement de la demanda externa. Després de deduir punts al creixement del PIB durant el 2016, a causa del fort creixement del consum privat i de la inversió, dos components rics en contingut d'importacions, la demanda externa ha passat a contribuir 0,4 p. p. al creixement del PIB, producte tant d'un major ritme de creixement de les exportacions com d'un menor ritme de les importacions. De cara als propers trimestres, preveiem que la demanda interna continuarà empenyent l'activitat, esperonada per la major confiança i per unes condicions creditícies molt favorables.

Els indicadors d'activitat anticipen que el momentum de creixement de la zona de l'euro es mantindrà en el 3T. Després d'un lleuger descens al juliol i a l'agost, l'índex de sentiment empresarial compost (PMI) per al conjunt de la zona de l'euro ha repuntat al setembre fins als 56,7 punts i s'ha situat

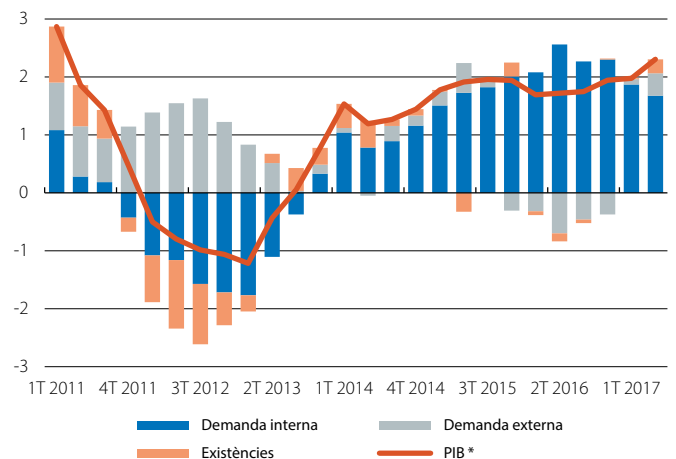
Zona de l'euro: previsions del BCE de PIB i d'inflació



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

Zona de l'euro: PIB

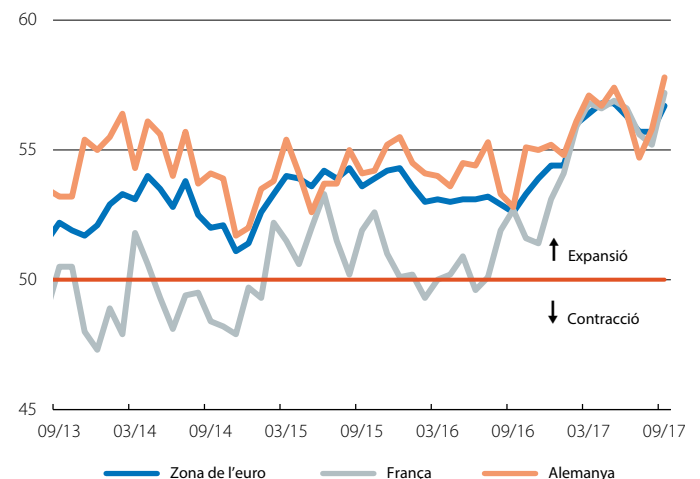
Contribució al creixement interanual (p. p.)



Nota: * Variació interanual (%).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: indicador d'activitat PMI compost

Nivell



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

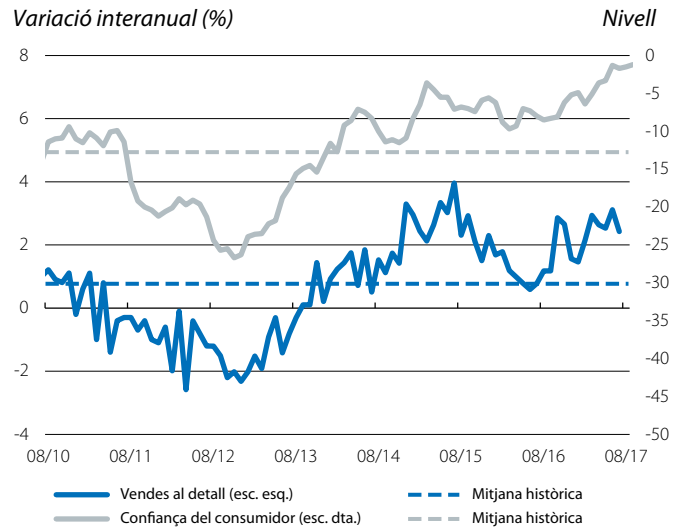
per damunt de la mitjana de 56,1 punts del primer semestre. Així mateix, l'índex de sentiment econòmic (ESI) per a la zona de l'euro va pujar 1,1 punts al setembre fins als 113 punts, la cota més alta des de l'estiu del 2007. Finalment, l'índex de producció industrial va repuntar lleugerament al juliol, amb un avanç del 0,1% intermensual després de la caiguda que va patir al juny (el 0,6%).

El consum de les llars es manté com a motor del creixement de l'economia, amb el suport d'una evolució favorable del mercat laboral, unes condicions creditícies molt favorables i una millora de les perspectives econòmiques. Una mostra d'això és l'evolució positiva de les vendes al detall de la zona de l'euro, que, al juliol, van pujar el 2,4%, una mica per sota del 3,1% del mes anterior, però molt per damunt de la mitjana de l'1,4% del 2016. En la mateixa línia, l'índex de confiança del consumidor va pujar 0,3 punts fins als -1,2 punts, la cota més alta des del maig del 2007. De cara als propers mesos, esperem que els factors de suport al consum de les llars esmentats més amunt continuïn actius.

El mercat laboral continua generant ocupació i donant suport a la recuperació econòmica. A la zona de l'euro, l'ocupació va augmentar l'1,6% interanual en el 2T i va situar el total d'empleats en 155,6 milions, el nivell més alt mai assolit. Malgrat que el creixement de l'ocupació va ser generalitzat, destaquem l'avanç en termes interanuals d'Espanya (el 2,8%) i d'Alemanya (l'1,5%). Cal també ressaltar el repunt dels costos salarials a l'àrea, que creixen el 2,0% interanual en el 2T, 0,7 p. p. més que en el trimestre anterior. No obstant això, aquest avanç és degut, en la seva major part, al creixement dels salaris a Alemanya i a Portugal, que registren creixements interanuals del 2,9% i del 2,8%, respectivament, mentre que, a Itàlia i a Espanya, continua la moderació salarial, amb registres interanuals del 0,7% i del 0,4%, respectivament. Aquesta dinàmica salarial no ha de generar preocupació. Un major creixement dels salaris a Alemanya estimula el consum de les llars del país, mentre que la moderació salarial dels dos principals països del sud d'Europa genera guanys competitiu per a les seves exportacions. Tot plegat contribueix a una reducció dels desequilibris de la zona de l'euro. Ateses les bones perspectives econòmiques, preveiem que el creixement de l'ocupació es mantindrà ferm i continuarà donant suport al creixement del consum de les llars.

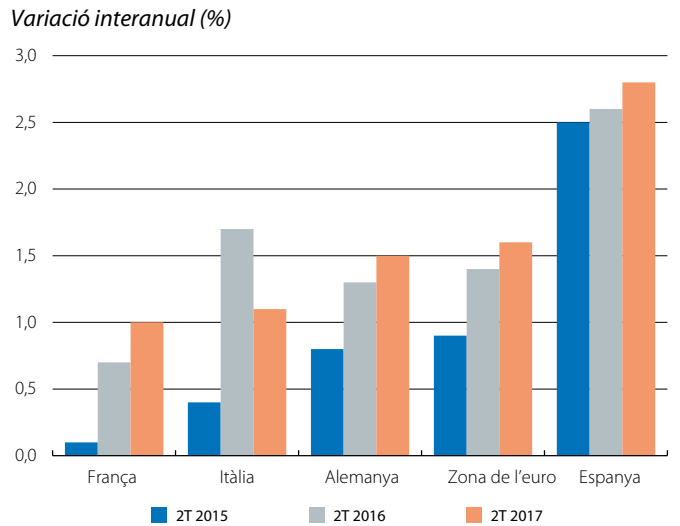
El ritme de creixement dels preus es manté moderat. Al setembre, l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) va créixer al mateix ritme que en el mes anterior, l'1,5%, amb el suport, sobretot, del creixement dels preus del component energètic. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou del càlcul els components volàtils (energia i aliments no processats), es va mantenir estable en l'1,3% per tercer mes consecutiu. Segons les previsions del BCE, la inflació general es moderarà lleugerament el 2018, a causa de l'efecte graó de l'augment del preu del petroli que va tenir lloc durant el primer semestre del 2017, i es recuperarà el 2019, gràcies al creixement de l'activitat. Així i tot, segons les seves prediccions, el 2019, la inflació encara es mantindrà per sota de l'objectiu a mitjà termini del BCE de mantenir la inflació per sota, però a la vora, del 2%.

Zona de l'euro: indicadors de consum



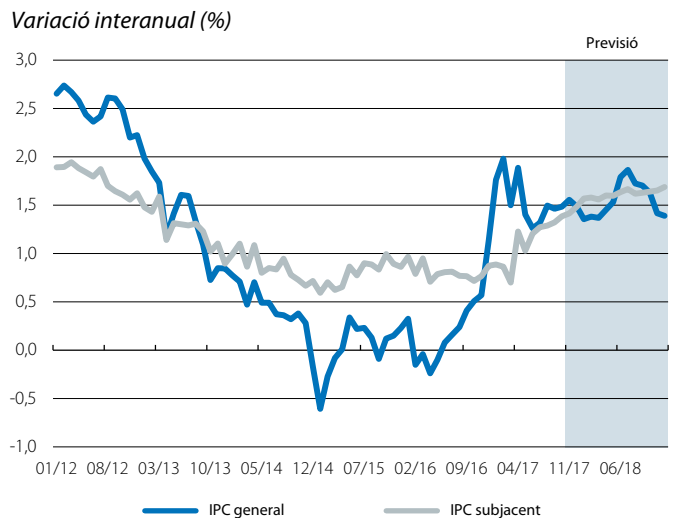
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Ocupació



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat



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

PORTUGAL

Els indicadors d'activitat palesen que l'activitat a Portugal mantindrà un bon ritme de creixement en el 3T. El PIB de Portugal va créixer el 3,0% interanual en el 2T. No obstant això, en termes inter trimestrals, el creixement va ser del 0,3%, una taxa molt inferior a la del 1T (el 0,9%). Malgrat això, és necessari evitar extreure conclusions alarmistes a partir d'una única dada, en especial si tenim en compte la volatilitat històrica de la sèrie del PIB portuguès. Un repàs del quadre d'indicadors econòmics per al 3T ens indica que l'activitat manté un bon to. Així, l'índex de sentiment econòmic (ESI) del setembre va pujar 2,4 punts fins als 114,4 punts, un nivell superior al de la mitjana del 1T (110,4 punts). De la mateixa manera, tant la producció industrial com les vendes al detall van mostrar un comportament vigorós al juliol, amb avanços interanuals del 5,2% (mitjana del 1T del 4,5%) i del 3,9% (mitjana del 1T del 3,0%), respectivament. En definitiva, tot i que la dada de creixement del PIB es va situar per sota de les previsions, el conjunt d'indicadors suggereix que les perspectives econòmiques es mantenen positives. Això es reflecteix en l'actualització d'aquest setembre de les previsions de l'FMI per a l'economia lusitana, on es va revisar a l'alça la previsió de creixement del PIB per al 2017 de l'1,7% al 2,5%. L'organització va valorar positivament l'esforç del Govern per reduir el dèficit fiscal i el procés de sanejament del sector bancari.

El mercat laboral continua donant suport al creixement econòmic. En el 2T 2017, l'ocupació va créixer el 3,4% interanual (equivalent a 158.000 nous llocs de treball), la taxa de creixement més alta des de l'inici de la recuperació econòmica. Aquest increment del nombre de treballadors ha anat acompanyat d'una caiguda de 0,8 p. p. entre el 1T i el 2T del percentatge d'aturats de llarga durada, que ha quedat situat en el 5,2%, sobre el total de la població activa. Així mateix, destaquem que el creixement interanual del nombre d'empleats amb contracte indefinit ha superat el del nombre d'empleats amb contracte temporal per quart trimestre consecutiu.

La bona marxa de l'economia es reflecteix en una millora de les finances públiques. El dèficit públic es va situar en l'1,4% del PIB (acumulat de 12 mesos), 0,2 p. p. per sota del trimestre anterior i molt per sota del percentatge del mateix trimestre de l'any anterior (el 3,6%). Aquesta millora deriva de l'impacte simultani d'un augment del 0,3% dels ingressos i d'una caiguda del 0,1% de les despeses en relació amb el trimestre anterior. En aquest context de bones perspectives de creixement del PIB i de correcció significativa del dèficit públic, l'agència de qualificació de riscos S&P va revisar a l'alça el *rating* de Portugal i el va situar en «grau d'inversió» (de BB+ a BBB-). Arran d'això, la prima de risc de Portugal ha experimentat una notable correcció, que, al seu torn, hauria de facilitar la continuïtat de la millora de les finances públiques. Pel que fa a l'evolució del dèficit, una font de risc prové d'Eurostat, que estudia la possibilitat d'incloure, en les dades de dèficit públic de Portugal, el cost del sanejament del banc Caixa Geral de Depósitos. Si això tira endavant, podria comportar un increment del dèficit per al 2017 proper a l'1,2% del PIB. Però, en qualsevol cas, seria un augment puntual i, per tant, no afectaria la tendència decreixent dels últims anys.

Previsions de l'FMI

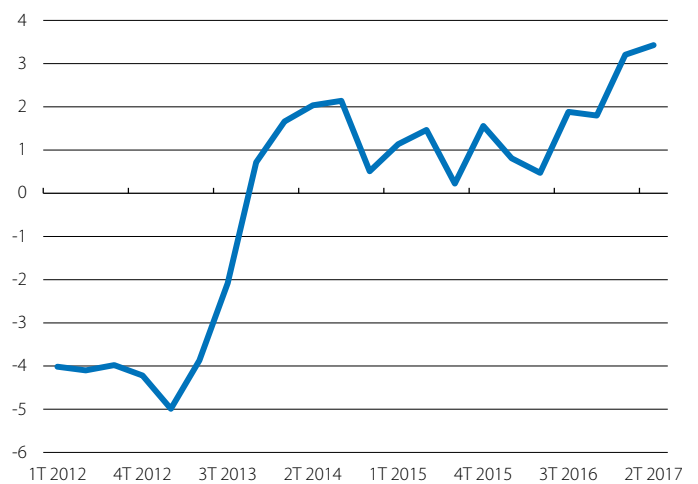
Variació anual (%)

| | Previsió | | |
|-----------------|----------|------|------|
| | 2017 | 2018 | 2019 |
| PIB | 2,5 | 2,0 | 1,7 |
| Consum privat | 2,2 | 1,8 | 1,4 |
| Consum públic | 0,6 | 0,5 | 0,2 |
| Inversió (FBCF) | 6,9 | 5,7 | 4,8 |
| Exportacions | 7,6 | 5,2 | 4,5 |
| Importacions | 7,3 | 5,1 | 4,5 |

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (Article IV consultation - Staff Report, setembre del 2017).

Portugal: ocupació

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Portugal: dèficit públic

(% del PIB)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.