

CONJUNTURA · Perspectives més positives a curt termini, reptes a llarg termini

La composició del PIB del 4T mostra la millora en l'avanç del creixement de la zona de l'euro. El PIB va créixer el 0,3% intertrimestral, amb una contribució positiva del consum de les llars (0,1 p. p.), de la inversió (0,2 p. p.) i del sector exterior (0,2 p. p.). La despesa pública va tenir una contribució nul·la, i la variació d'existències va restar 0,2 p. p. a la demanda interna. Destaquen el bon to de la inversió, que va créixer el 0,4% intertrimestral després de mantenir-se en terreny negatiu durant els dos últims trimestres, i l'evolució positiva de la demanda externa, impulsada per la depreciació de l'euro. Per països, la disparitat entre les taxes de creixement es reflecteix en el desglossament del PIB de les dues economies més grans de la zona de l'euro: d'una banda, Alemanya va créixer el 0,7% intertrimestral, amb molt bons registres de la inversió i del consum privat; de l'altra, França va créixer només el 0,1%, amb l'únic suport de la despesa pública i amb la inversió en terreny negatiu.

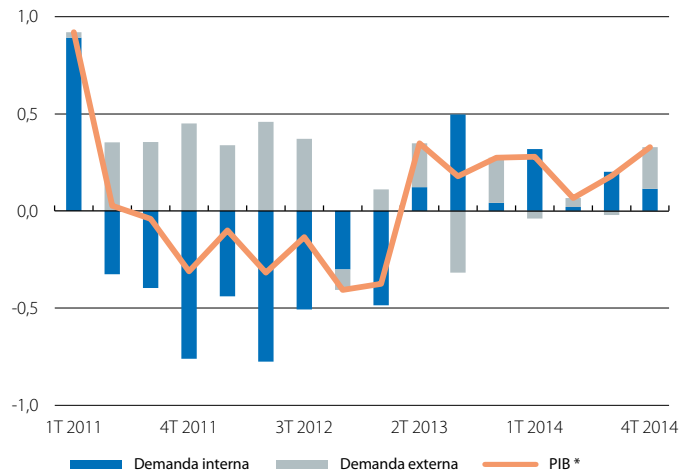
L'OCDE millora les perspectives de creixement del PIB de la zona de l'euro fins a l'1,4% el 2015 i el 2,0% el 2016, tres dècimes per damunt de les previsions del novembre. L'organització internacional va revisar a l'alça el creixement dels principals països, gràcies, sobretot, als efectes positius que generaran la caiguda del preu del petroli i la política monetària expansiva del Banc Central Europeu (BCE). Apunta, però, que els dos factors són temporals. L'OCDE adverteix que, per fer sostenible aquest creixement a llarg termini, és necessari acompanyar els suports temporals de reformes estructurals. Per països, destaca la revisió d'Alemanya (+0,6 p. p.), fins a l'1,7% el 2015, a causa de la solidesa del creixement durant l'últim trimestre i de l'ajuda dels factors temporals esmentats.

Els indicadors d'activitat mostren una acceleració de la recuperació en el 1T 2015. L'índex PMI compost de la zona de l'euro va marcar màxims de quatre anys i se situa en els 54,1 punts al març, gràcies, en especial, a les bones dades del sector serveis. Així mateix, l'índex de sentiment econòmic va mantenir una tendència clarament alcista. El màxim exponent d'aquesta tònica positiva és Alemanya, on tant l'índex PMI compost com els índexs IFO (índex d'activitat empresarial) i ZEW (índex sobre les expectatives d'inversors i analistes) van millorar al març, la qual cosa consolida el país germànic al capdavant del creixement europeu. A França, per la seva banda, l'índex PMI compost es va mantenir en zona expansiva, tot i que la dada del març va trencar la tendència alcista dels dos últims mesos. Malgrat el lleuger deteriorament d'alguns indicadors, les dades del primer trimestre de l'economia gal·la són coherents amb un creixement moderat del PIB.

La demanda interna acompanyarà la millora de l'activitat. Els indicadors de demanda es van disparar durant el 1T 2015 i van mostrar la fortalesa del consum privat. El descens del preu del

Zona de l'euro: PIB

Contribució al creixement intertrimestral del PIB (p. p.)



Nota: * Variació intertrimestral del PIB (%).
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

Previsions del creixement del PIB de l'OCDE

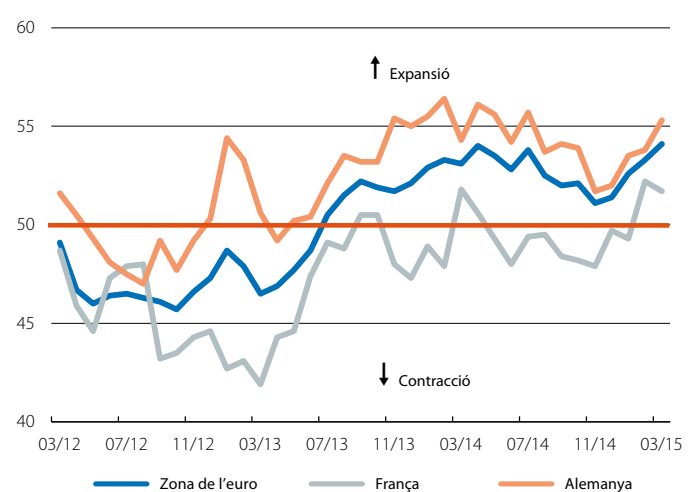
Variació interanual (%)

	Previsió		Variació en relació amb la previsió de novembre del 2014	
	2015	2016	2015	2016
Zona de l'euro	1,4	2,0	▲ 0,3	▲ 0,3
Alemanya	1,7	2,2	▲ 0,6	▲ 0,4
França	1,1	1,7	▲ 0,3	▲ 0,2
Itàlia	0,6	1,3	▲ 0,4	▲ 0,3
Regne Unit	2,6	2,5	▼ 0,1	=

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

Indicador d'activitat PMI compost

Nivell



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

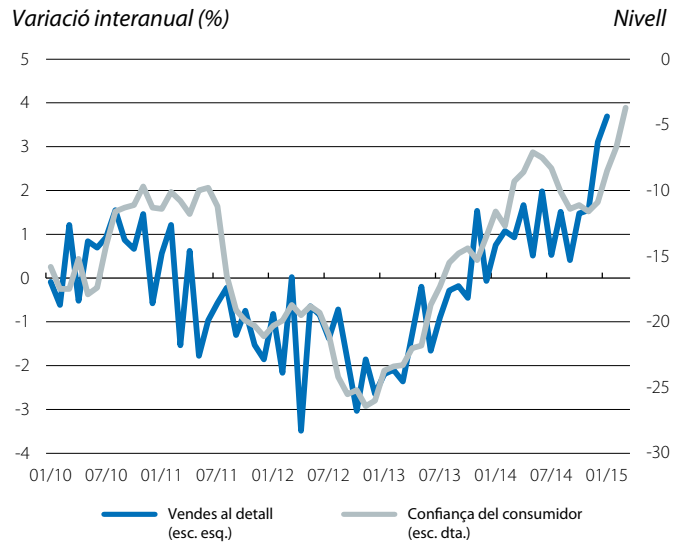
petroli permet un estalvi gens menyspreable a les llars i facilita que augmentin el consum en altres béns. Així ho reflecteixen les vendes al detall de la zona de l'euro, que van créixer el 3,7% interanual al gener, el registre més alt des del 2005. Les dues economies més grans de la zona de l'euro protagonitzen aquesta tendència: Alemanya i França van registrar un augment del 5,4% i del 4,1%, respectivament. El bon to es reflecteix, també, en la confiança del consumidor, que se situa ja en nivells previs a la crisi.

L'ocupació millora en el 4T 2014, impulsada per les bones dades d'activitat. L'ocupació va augmentar a la zona de l'euro el 0,1% intertrimestral en l'últim trimestre del 2014. Les diferències per països són considerables, ateses les situacions dispars dels mercats laborals i dels respectius patrons de creixement. Així, en països com Espanya, on es van destruir molts llocs de treball durant la crisi, però on la recuperació ja ha agafat velocitat, el creixement de l'ocupació és elevat: va créixer el 0,7% intertrimestral en el 4T 2014. D'altra banda, Alemanya, prop ja de la plena ocupació, va experimentar un increment del 0,2%. A França, l'atonía en el creixement es reflecteix també en l'ocupació, que es va mantenir sense canvis. Les expectatives per al conjunt de la zona de l'euro, després d'un 2014 dubitatiu, van millorar durant el 1T 2015, en particular al sector manufacturer. Per la seva banda, la taxa d'atur presenta una evolució similar, ja que ha reculat fins a l'11,3% al febrer. Per països, destaca la baixa taxa d'atur d'Alemanya, que se situa en el 4,8%. Les expectatives d'atur indiquen que la millora es mantindrà en els pròxims mesos.

La situació del mercat laboral, desigual entre països, es reflecteix en els costos laborals. En països amb una taxa d'atur elevada, no s'observa pressió a l'alça sobre els costos laborals. Per exemple, van recular el -0,3% interanual a Itàlia i només van créixer el 0,1% a Espanya. D'altra banda, a Alemanya, on l'economia s'apropa a la plena ocupació, hi ha més pressió a l'alça sobre els salaris, i així ho reflecteixen els costos laborals, que van augmentar el 2,0% interanual en el 4T. No obstant això, al conjunt de la zona de l'euro, la moderació salarial va continuar i els costos laborals van créixer l'1,1% en relació amb el mateix trimestre de l'any anterior. La contenció salarial, juntament amb l'evolució del tipus de canvi euro-dòlar, que, després de vorejar gairebé la paritat, va tancar el mes de març en 1,07 dòlars per euro, impulsa la demanda externa. Al gener, el saldo per compte corrent acumulat de 12 mesos es va situar en 247.000 milions d'euros (el 2,4% del PIB), el 23% per damunt de la dada del gener del 2014, sobretot per la millora en el saldo comercial de béns i en el saldo de rendes. De cara al 2015 i el 2016, la millora hauria de continuar a mesura que els efectes de la depreciació de l'euro tinguin el màxim efecte.

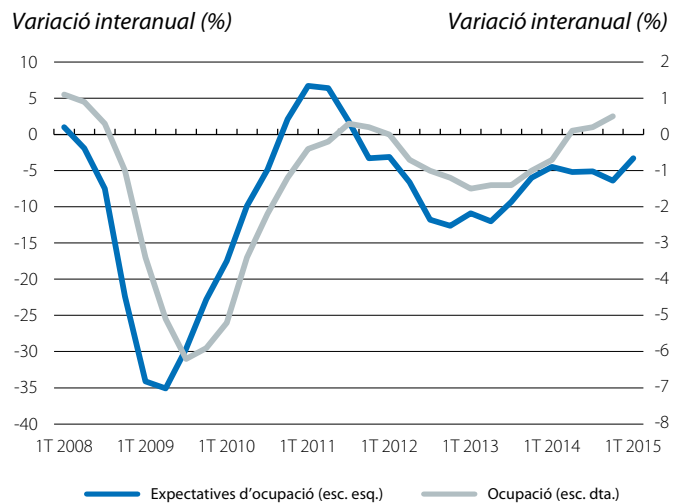
La inflació repunta al març tot i mantenir-se en terreny negatiu. La inflació general de la zona de l'euro va pujar dues dècimes al març, fins al -0,1%, recolzada per la menor caiguda del preu dels components energètics (sobretot els carburants). La inflació subjacent, després d'augmentar una dècima al febrer, va tornar a baixar fins al 0,6% al març. Aquesta evolució s'explica

Zona de l'euro: indicadors de demanda



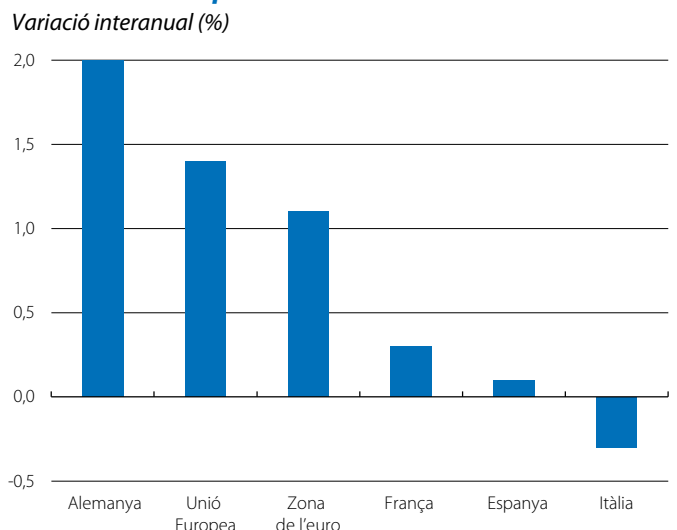
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: ocupació i expectatives d'ocupació al sector manufacturer



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

Costos laborals per hora en el 4T 2014



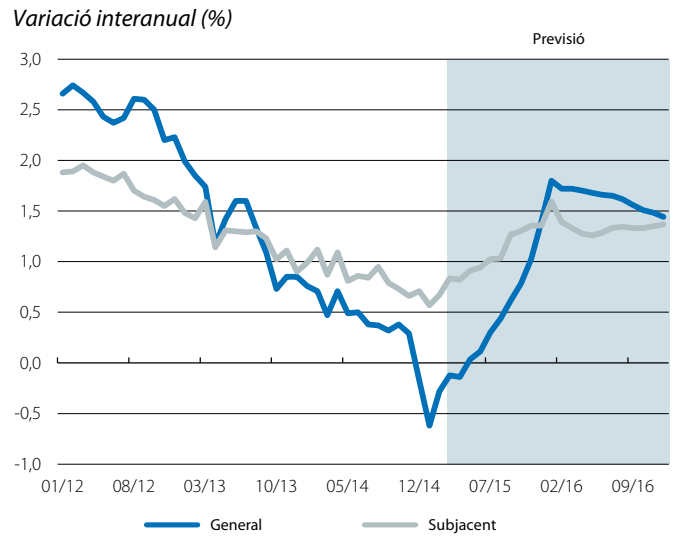
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

pel comportament de la inflació subjacent d'Itàlia, que es va reduir quatre dècimes al març per la caiguda dels preus dels serveis i dels béns industrials.

La tempesta grega no amaina i les perspectives de creixement empitjoren. L'augment de les dificultats de l'economia hel·lena s'ha reflectit en els canvis de les previsions de creixement del consens d'analistes. Des de l'anunci de les eleccions, al desembre del 2014, fins al març, el creixement del PIB previst per al 2015 s'ha revisat en set dècimes a la baixa. Les negociacions entre les institucions europees i el Govern grec segueixen un camí tortuós. Per bé que, al febrer, es va aconseguir una pròrroga del programa de rescat, fins que no s'arribi a un acord satisfactori sobre les reformes estructurals que cal dur a terme i fins que el Govern grec no les comenci a implementar, no es desemborsaran els 7.200 milions d'euros pendents del rescat. Sense aquest desemborsament, l'Executiu hel·lè tindrà seriosos problemes per afrontar els pagaments del mes d'abril. El temps passa volant, i és important que les dues parts continuïn les negociacions per portar-les cap a bon port.

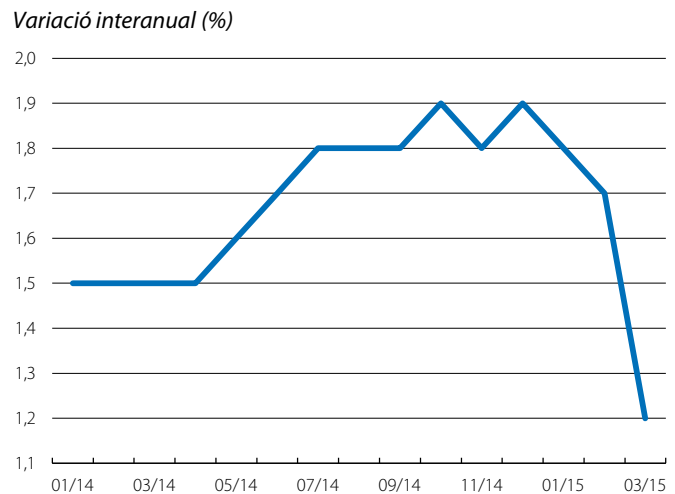
A la zona de l'euro, malgrat les bones dades observades durant el 1T 2015, els desequilibris macroeconòmics augmenten, segons la Comissió Europea. Així, als riscos a curt termini provocats per la crisi grega s'afegeixen els reptes a llarg termini. La Comissió, malgrat el to més positiu de l'economia europea, avisa que cal afrontar les reformes estructurals si es vol garantir el creixement a llarg termini. En l'informe recent sobre desequilibris macroeconòmics, la Comissió ha augmentat de tres a cinc el nombre de països amb desequilibris excessius que requereixen una intervenció decisiva en l'últim any, mentre que el nombre de països amb desequilibris lleus s'ha reduït de set a sis. Per països, Alemanya presenta un desequilibri lleu, a causa d'un superàvit per compte corrent massa elevat. França i Itàlia, dues economies amb desequilibris excessius, tenen un deute i un dèficit públic elevats i pateixen una greu pèrdua de competitivitat exterior. Cal destacar que, ni en l'informe actual ni en el publicat fa un any, no s'identifica cap país sense desequilibri. La Comissió també fa una avaluació del seguiment de les seves recomanacions i de les mesures adoptades fins al moment per corregir els desequilibris existents. Al voltant del 47% de les recomanacions s'han implementat poc o gens i només el 3% s'han aplicat de forma íntegra. La conclusió és clara: cal agilitar l'agenda reformadora perquè el creixement de la zona de l'euro es consolidi de manera duradora, ja que els suports temporals dels quals gaudeix ara no es mantindran per sempre.

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



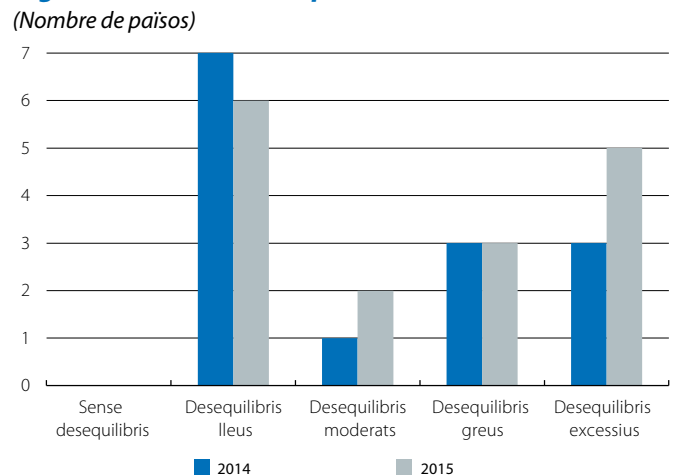
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

Grècia: evolució de la previsió de creixement del PIB del 2015 del consens d'analistes



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Consensus Forecasts.

Països amb desequilibris macroeconòmics segons la Comissió Europea



Nota: 14 països analitzats el 2014; 16, el 2015.

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