

CONJUNTURA · Final d'any amb un to més positiu

Creixement moderat a la zona de l'euro. El PIB de la zona de l'euro va créixer el 0,2% intertrimestral en el 3T, el mateix registre que en el trimestre anterior. Destaca l'increment del consum privat (+0,5%) i de les exportacions (+0,8%). No obstant això, la inversió va presentar una taxa de creixement negativa i el sector exterior va tenir una contribució total negativa, a causa del gran augment de les importacions (+1,2%). Preveiem el mateix creixement (0,2%) en l'últim trimestre, la qual cosa deixarà l'avanç del PIB, per al conjunt de l'any 2014, en el 0,8%. Aquesta tònica de creixement positiva es consolidarà l'any vinent, amb el suport de la demanda interna, en particular pel consum privat, gràcies a l'augment de la renda disponible i al baix preu de les primeres matèries, i de la demanda externa.

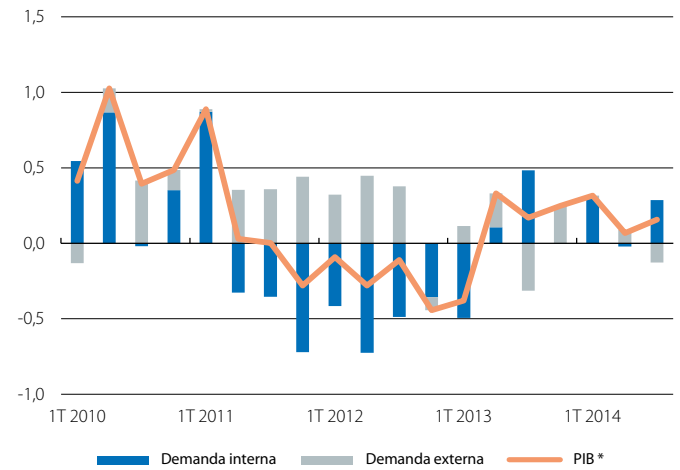
Revisió de les previsions de creixement per al 2015. El Banc Central Europeu preveu que la zona de l'euro creixerà el 0,8% el 2014 i l'1,0% el 2015, diverses dècimes menys que en les previsions del setembre. Per explicar aquesta revisió a la baixa, el BCE subratlla la fragilitat de la recuperació (amb una activitat més feble del que s'esperava), el risc de deflació, la tardança a l'hora d'implementar reformes estructurals en alguns països i la persistència de riscos geopolítics. No obstant això, les seves previsions no inclouen els efectes de possibles canvis de polítiques el 2015, inclosa la monetària. Com s'argumenta al Focus «El BCE es troba en un carreró amb una única sortida: el QE», tot fa pensar que el BCE iniciarà un programa d'expansió quantitativa en el 1T 2015. Aquest programa comportarà una reducció dels tipus d'interès, la qual cosa ajudarà a consolidar la reactivació del crèdit, i, sobretot, una devaluació de l'euro, que impulsarà el sector exportador. Les previsions de "la Caixa" Research consideren els efectes que tindran les diferents polítiques que s'emprenguin el 2015, que inclouen un programa d'expansió quantitativa durant el 2015 amb una durada aproximada d'un any. El creixement previst de la zona de l'euro se situa en l'1,3% el 2015 i augmenta a l'1,8% el 2016, quan es materialitzin els efectes de l'expansió quantitativa.

L'activitat de la zona de l'euro presenta una lleugera recuperació en el 4T. Els indicadors d'activitat acaben l'any mostrant una certa millora, tot i que es mantenen en nivells modestos. A França, l'índex PMI va pujar lleugerament, però es manté en zona recessiva. A Alemanya, els índexs IFO (índex d'activitat empresarial) i ZEW (mesura les expectatives d'inversors i dels analistes) van augmentar de forma significativa. Aquesta tendència positiva s'observa, també, en les dades de producció industrial, que va augmentar el 0,1% intermensual a l'octubre (el 0,7% interanual), amb increments a tots els sectors (llevat de l'energia i dels béns d'equipament).

Els indicadors de demanda repunten lleugerament. A l'octubre, les vendes al detall van experimentar un augment

Zona de l'euro: PIB

Contribució al creixement (p. p.)



Nota: * Variació intertrimestral.

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

Zona de l'euro: previsions de creixement del PIB

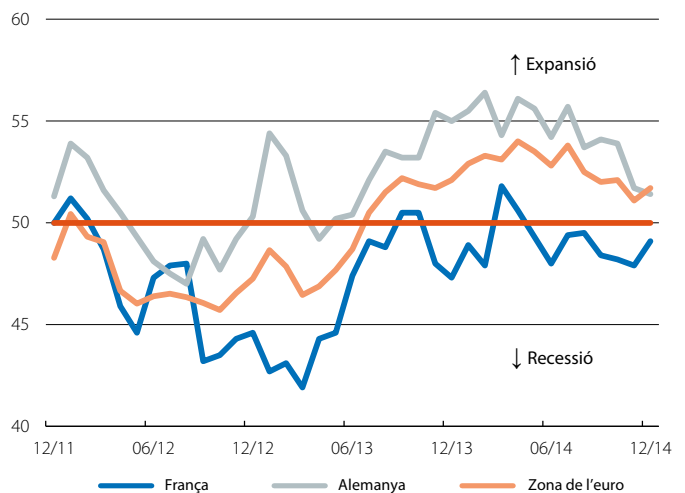
Variació interanual (%)

	Previsió desembre 2014			Variació en relació amb l'última previsió		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
BCE	0,8	1,0	1,5	▼ 0,1	▼ 0,6	▼ 0,4
"la Caixa" Research	0,8	1,3	1,8	=	=	▲ 0,2
Consensus	0,8	1,1	-	=	=	-

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

Índex PMI compost

(Índex)



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

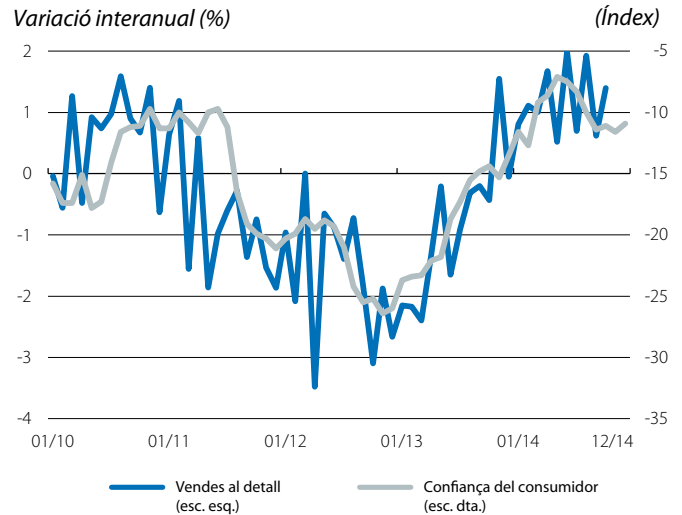
del 0,4% intermensual. Aquesta dada consolida la tendència positiva des de l'inici de l'any i representa un increment de l'1,4% en relació amb l'octubre de l'any passat. Aquesta millora es reflecteix, també, en l'indicador de confiança del consumidor, que va augmentar al desembre i va marcar el màxim del trimestre. Les dades positives s'haurien de consolidar en els pròxims mesos, a mesura que es confirmi la millora de l'entorn macroeconòmic.

El mercat laboral manté la seva tímida recuperació. L'ocupació va créixer el 0,2% intertrimestral en el 3T (el 0,3% en el 2T). Els augments d'ocupació més importants es registren als països de la perifèria, Espanya (0,3%), Itàlia (0,4%) i Portugal (1,4%), malgrat que aquests països parteixen d'uns nivells més baixos. Alemanya, amb una situació de partida millor, presenta un creixement més moderat, del 0,2% concretament. La taxa d'atur es va mantenir estable en l'11,5% a l'octubre, quatre dècimes per sota del registre d'un any enrere. No obstant això, les diferències entre el centre i la perifèria continuen sent molt importants: els dos països amb menys atur són Alemanya (4,9%) i Àustria (5,1%) i els dos amb taxes més negatives, Grècia (25,9%) i Espanya (24,0%). Els costos salarials van augmentar l'1,4% interanual a la zona de l'euro en el 3T 2014. A Alemanya, l'augment salarial, del 2,0% interanual, va ser superior a la mitjana, resultat coherent amb la bona situació del seu mercat laboral. En canvi, l'ajust salarial va continuar sent intens a Itàlia i a Espanya, amb taxes de variació del 0,3% i del 0,7% interanual, respectivament, la qual cosa els permet continuar obtenint guanys de competitivitat.

La inflació continua sent molt feble. Al novembre, la inflació va baixar en una dècima, fins al 0,3%, a causa de la caiguda dels preus de l'energia, que pressionen l'IPC a la baixa de forma directa i indirecta, amb rebaixes en els preus dels béns manufacturats i dels serveis de transport. Per països, Alemanya va patir una de les davallades més intenses, la qual cosa va situar la inflació del novembre en el 0,5% (dada no observada des del febrer del 2010). França i Itàlia van registrar dades del 0,4% i del 0,2%, respectivament. A curt termini, s'espera que el descens del preu del petroli continuï pressionant la inflació a la baixa i que arribi, fins i tot, a dades negatives en els pròxims mesos. No obstant això, es preveu que la inflació avanci fins al 0,7% el 2015 i assoleixi l'1,5% el 2016. La inflació subjacent es mantindrà en nivells positius similars als actuals en els pròxims mesos i començarà a repuntar a partir de la segona meitat del 2015.

El sector exterior prossegueix la recuperació. Mantenint la tendència dels últims mesos, la balança per compte corrent de la zona de l'euro va experimentar un superàvit de 251.000 milions d'euros a l'octubre (acumulat de 12 mesos), equivalent al 2,5% del PIB. El saldo positiu de la balança comercial va ser degut, sobretot, a la millora de les exportacions i a la reducció del preu de les importacions, en especial de les energètiques. El saldo de serveis també va contribuir, tot i que amb menys intensitat, a aquest avanç. Aquesta tendència a l'alça s'hauria de mantenir i, fins i tot, s'hauria d'accelerar en els pròxims mesos, gràcies a les polítiques acomodaticies del BCE, que

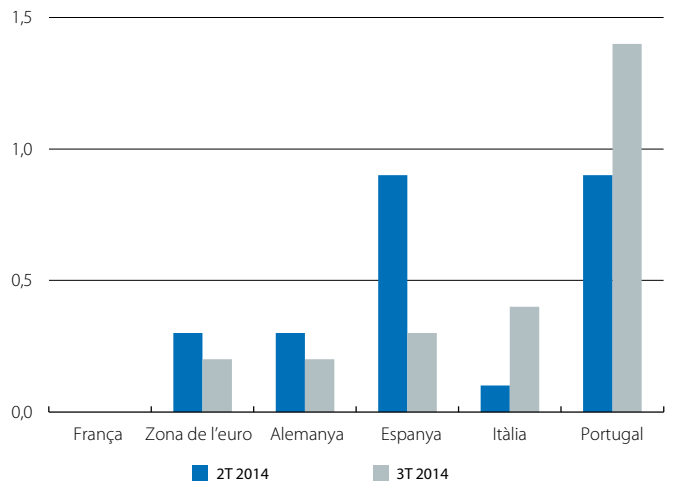
Zona de l'euro: indicadors de consum



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

Ocupació

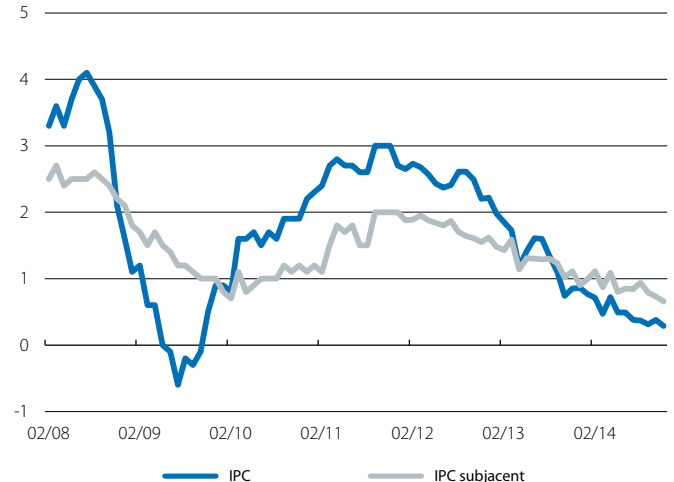
Variació intertrimestral, desestacionalitzada (%)



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

Zona de l'euro: inflació

Variació interanual (%)



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

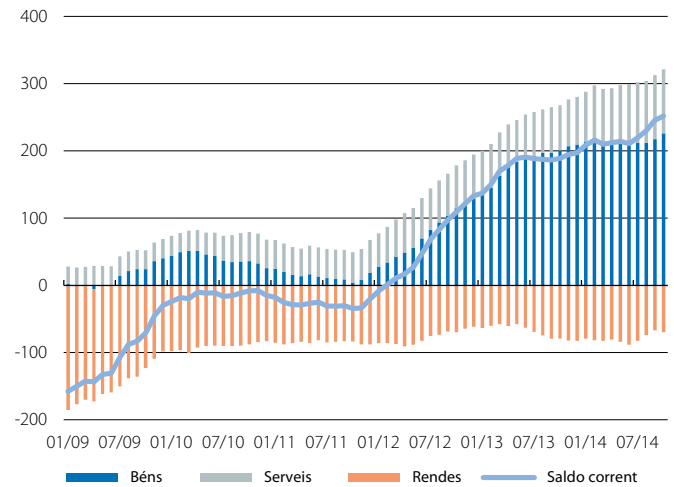
comportaran una major depreciació de l'euro, i a la millora constant del saldo energètic, amb la caiguda continuada del preu del petroli. El sector exterior es consolida, així, com un dels principals motors de creixement de la zona de l'euro de cara als pròxims trimestres.

Rússia preocupa, però no encén l'alerta vermella a la zona de l'euro. La incertesa geopolítica (Ucraïna), les sancions occidentals i la davallada del preu del petroli han afectat molt negativament l'economia russa i han provocat grans depreciacions de la moneda i caigudes generalitzades a la borsa. La sagnia del ruble, que va arribar a caure més del 18% en relació amb l'euro els dies 15 i 16 de desembre, va precipitar l'actuació del banc central rus, que va pujar els tipus d'interès del 9,5% al 17% en un últim intent per mantenir el valor de la divisa. De cara al 2015, la crisi propiciada per la conjunció dels tres factors esmentats més amunt comportarà una caiguda del PIB més important del que s'esperava. No obstant això, el risc de contagi a la zona de l'euro és contingut. Rússia representa el 2,7% del PIB mundial, i, en l'àmbit comercial, els països de l'Europa de l'est són els que es veuran més afectats. L'exposició directa dels principals països occidentals de la zona de l'euro és menor: les exportacions a Rússia d'aquestes economies no superen el 3% de les exportacions totals. Pel que fa a la banca, l'exposició de la banca europea a la banca russa és limitada. Tot i així, els efectes indirectes de la crisi russa poden ser importants, per la qual cosa la seva evolució s'haurà de seguir de prop.

Incertesa política a Grècia. El fracàs de l'elecció presidencial ha empès Grècia cap a uns comicis generals el 25 de gener del 2015. El Parlament grec no va poder formar una majoria suficient per escollir un nou president de la república al desembre i es va veure forçat a disoldre la cambra i a convocar eleccions generals anticipades. Les últimes enquestes donen la victòria a Syriza, que, si es produeix, dificultaria molt les negociacions amb la troica per finalitzar el rescat amb èxit al febrer. Això podria desencadenar un nou focus d'inestabilitat per a la zona de l'euro. No obstant això, a causa de la gran reducció del deute grec en els balanços dels inversors privats, el risc de contagi és més contingut que el de l'episodi de tensions dels anys 2011 i 2012.

Zona de l'euro: saldo corrent

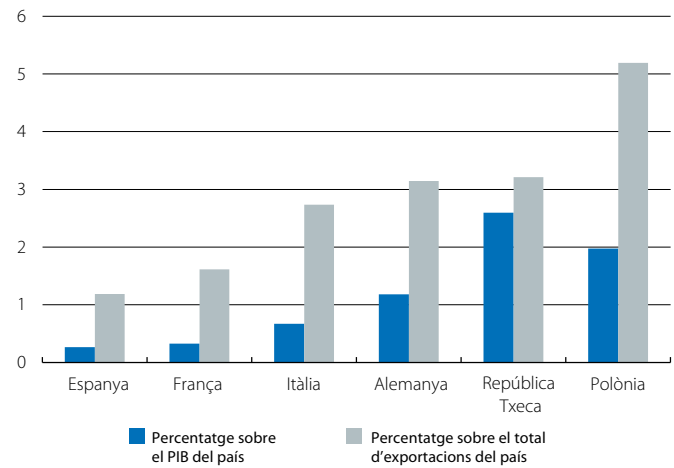
Milers de milions d'euros (acumulat de 12 mesos)



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

Exportacions de béns de la zona de l'euro a Rússia

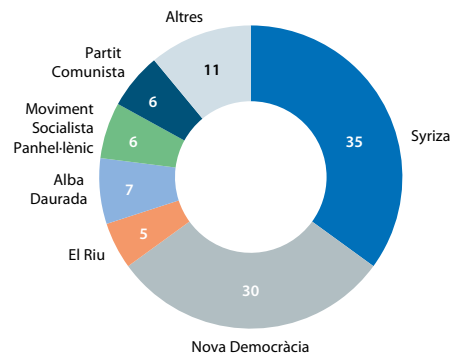
(%)



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

Grècia: intenció de vot *

(%)



Nota: * 13/12/2014.
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'Alco.