

CONJUNTURA · El creixement a la zona de l'euro guanya fermesa

Prosegueix la bona marxa de l'economia europea, malgrat la incertesa. El creixement a la zona de l'euro ha resistit bé els episodis d'inestabilitat financera i els esdeveniments polítics del 2016. Una mostra d'això és la millora generalitzada dels indicadors d'activitat d'aquests últims mesos, que es tradueix ja en una revisió a l'alça de les previsions de creixement. CaixaBank Research el situa en l'1,7% el 2017, 0,2 p. p. per damunt de la previsió del mes anterior. La Comissió Europea també l'ha revisat lleugerament a l'alça, fins a l'1,6%. No obstant això, la incertesa que envolta l'escenari de previsions continua sent elevada, en especial pel risc polític (negociacions del *brexit* i cites electorals als Països Baixos, a França, a Alemanya i a Itàlia). A aquests riscos interns se sumen els provinents dels EUA (la incertesa que envolta l'impuls fiscal anunciat per l'Administració Trump, els possibles canvis en la política comercial i la normalització monetària de la Fed). Així i tot, la recuperació de la zona de l'euro pot guanyar tracció si aquests riscos es resolen de manera favorable.

La recuperació econòmica s'ha estès a un major nombre de països. Eurostat va confirmar que el ritme de creixement del PIB de la zona de l'euro en el 4T va ser del 0,4% intertrimestral, el mateix que en el trimestre anterior. Amb aquesta dada, el creixement del PIB per al conjunt del 2016 es va situar en l'1,7%. Per països, destaca en positiu el fort avanç d'Espanya (el 0,7% intertrimestral, el mateix registre que en el 3T) i de Portugal (el 0,6%, 5 dècimes per damunt de la mitjana del 1T al 3T). Per la seva banda, França i Alemanya van créixer el 0,4% intertrimestral en el 4T, un registre 2 i 3 dècimes superior al del trimestre anterior, respectivament. En canvi, Itàlia va continuar mostrant un ritme de creixement feble (del 0,2% intertrimestral). Per als propers trimestres, esperem que el creixement al conjunt de la zona de l'euro es mantingui en un ritme similar, entre el 0,4% i el 0,5% intertrimestral.

Els països de l'Europa emergent continuen creixent, però de forma desigual. Les dades del PIB del 4T mostren que els països de la regió mantenen un ritme de creixement elevat i, en la majoria de casos, superior al del 3T. Per països, continua destacant el creixement de Romania i d'Eslovàquia, per damunt del 4,5% i del 3,0% interanual, respectivament. També ha destacat en positiu el creixement de Polònia, amb un avanç del 3,1% interanual (el 2,1% en el trimestre anterior). D'altra banda, Hongria i la República Txeca van decebre amb un creixement inferior a l'esperat. Per al 2017, s'espera que la majoria d'aquests països mantinguin una taxa de creixement propera al 3%, atesos el bon to de l'activitat a la zona de l'euro (el seu principal mercat) i el major vigor de la demanda interna.

L'activitat a la zona de l'euro mostra un to sòlid en el 1T. Així ho reflecteix l'índex compost PMI, que es manté còmodament en zona expansiva (per damunt dels 50 punts) i que, al febrer, va augmentar fins als 56 punts, el nivell més alt des de l'abril del

Zona de l'euro: previsions del PIB de la Comissió Europea

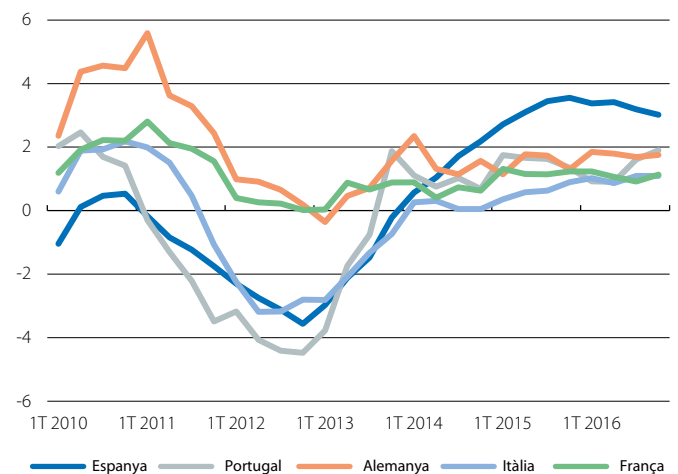
Variació anual (%)

	Previsió			Variació en relació amb la previsió tardor 2016	
	2016	2017	2018	2017	2018
Zona de l'euro	1,7	1,6	1,8	▲ 0,1	▲ 0,1
Alemanya	1,9	1,6	1,8	▲ 0,1	▲ 0,1
França	1,2	1,4	1,7	=	=
Itàlia	0,9	0,9	1,1	=	▲ 0,1
Espanya	3,2	2,3	2,1	=	=
Portugal	1,3	1,6	1,5	▲ 0,4	▲ 0,1

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, Winter 2017).

PIB

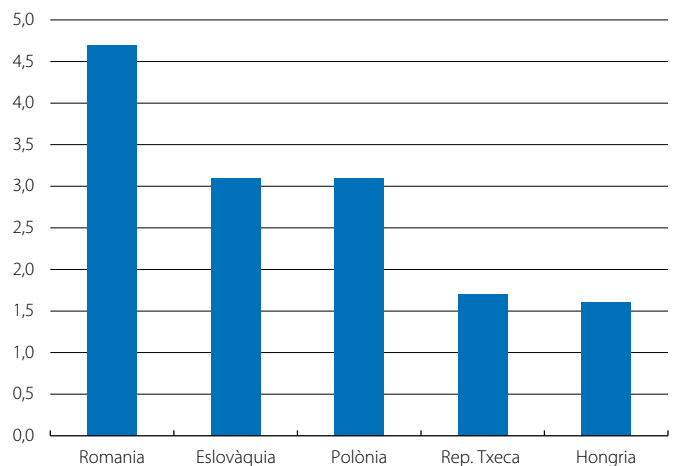
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

Europa emergent: PIB del 4T 2016

Variació interanual (%)



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

2011. Per la seva banda, l'índex de sentiment econòmic (ESI) va augmentar lleugerament fins als 108 punts al febrer. Per països, França va liderar l'increment de l'índex compost PMI, amb un registre de 56,2 punts (54,1 al gener), mentre que, a Alemanya, l'índex va assolir els 56,1 punts (54,8 en el mes anterior) per primera vegada des del 2014 i l'indicador de sentiment empresarial IFO va tornar a assolir el nivell màxim dels tres últims anys. Aquests registres apunten a una certa acceleració del ritme de creixement a la zona de l'euro en el primer trimestre del 2017.

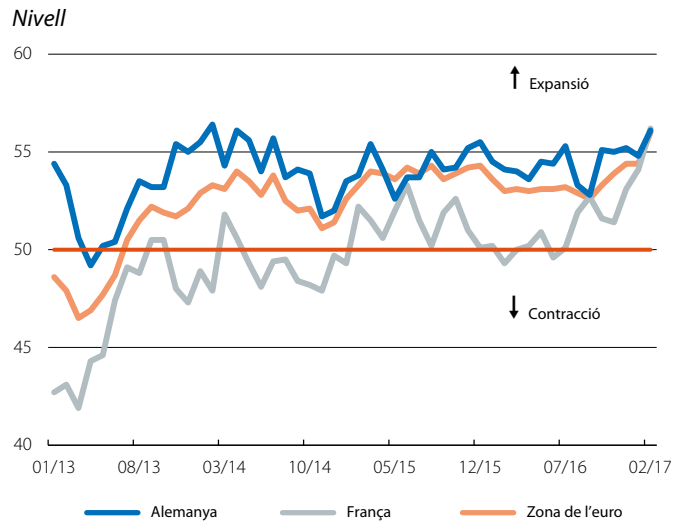
El consum privat continua empenyent la recuperació. Les vendes al detall van augmentar l'1,4% interanual al desembre i van tancar el 4T 2016 amb un creixement del 2,3%. Aquest avanç, per damunt de l'observat en el 3T (l'1,5%), continua situant el consum privat com un dels principals suports de la recuperació econòmica de la zona de l'euro. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro es va situar en els -6,2 punts, un registre una mica inferior al del gener (-4,9) però molt per damunt del nivell mitjà del 2016 (-7,7). En els propers mesos, s'espera que el bon to del consum de les llars continuï, amb el suport de la millora del mercat laboral i dels baixos tipus d'interès, i que contribueixi a l'avanç de la inflació subjacent.

Es consolida l'avanç de la inflació a la zona de l'euro. Eurostat va confirmar que la inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), va ser de l'1,8% al gener, 7 dècimes per damunt de la dada del desembre, a causa d'una major contribució del component energètic i dels aliments no processats. D'altra banda, es va confirmar que la inflació subjacent es va mantenir en el 0,9% al gener. En els propers mesos, esperem que la inflació general mantingui la tendència a l'alça, a causa de l'augment del preu del petroli, i que la inflació subjacent es recuperi de forma gradual amb l'avanç de l'activitat i amb les millores al mercat laboral. En aquest sentit, destaca en positiu la recuperació de les expectatives d'inflació des de mitjan 2016, que reflecteixen la notable reducció del risc de deflació a la zona de l'euro.

El superàvit per compte corrent de la zona de l'euro assoleix màxims històrics. El superàvit de la balança per compte corrent de la zona de l'euro (acumulat de 12 mesos) va arribar als 364.700 milions d'euros al desembre, un registre equivalent al 3,4% del PIB i superior als 319.400 milions d'euros del desembre del 2015. L'augment va ser degut, en bona part, a un major superàvit en el saldo de béns (372.200 milions d'euros, equivalent al 3,5% del PIB), impulsat per la depreciació de l'euro. Per als propers trimestres, esperem que el superàvit extern disminueixi de forma gradual amb la continuació de la recuperació de la zona de l'euro i amb l'augment del preu del petroli.

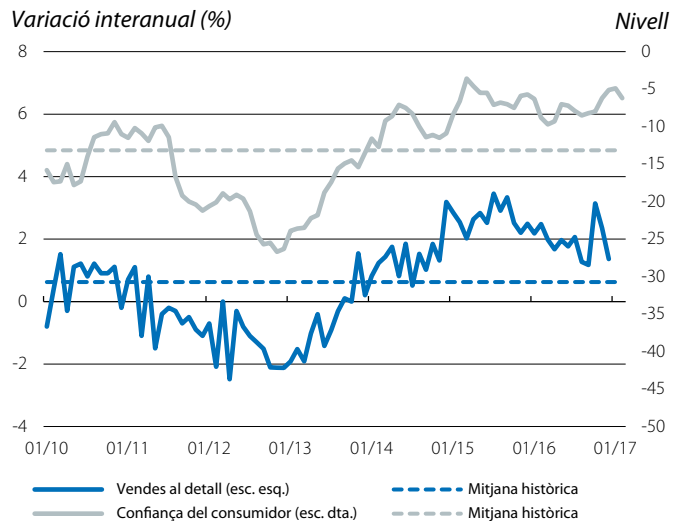
La recuperació grega no avança i la saga del rescat obre un nou capítol. L'economia grega va tornar a créixer el 2016, després de la reculada del 2015. No obstant això, el creixement es manté feble (el 0,3% el 2016) i el PIB se situa encara el 26% per sota del nivell precrisi. D'altra banda, encara no s'ha arribat a un acord per al desemborsament dels propers pagaments pre-

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



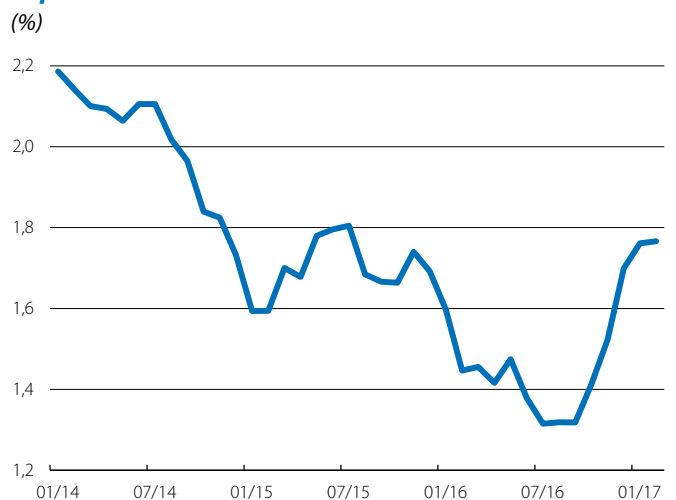
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Zona de l'euro: indicadors de consum



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

Expectatives d'inflació: zona de l'euro *



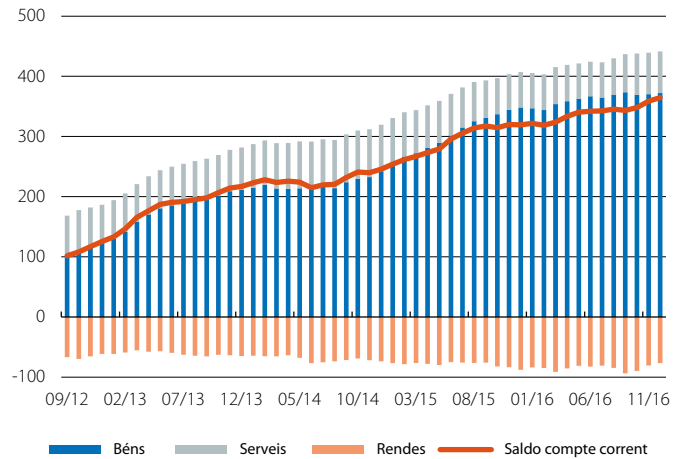
Nota: * Swaps d'inflació, expectatives a cinc anys d'aquí a cinc anys.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

vistos al tercer programa de rescat (aprovat a l'estiu del 2015). Un primer pas en aquesta direcció ha estat la decisió que les diferents institucions implicades (Comissió Europea, BCE, FMI i MEDE) tornin a Atenes per negociar un paquet addicional de reformes estructurals centrat en la millora del sistema impositiu, de la regulació del mercat laboral i de les pensions. En aquest sentit, la correcta implementació de les reformes que s'acordin serà fonamental per augmentar el creixement de l'economia grega i per assegurar la sostenibilitat del deute públic.

Milloren les perspectives econòmiques a Portugal. L'economia portuguesa va créixer a un ritme superior a l'esperat pel conjunt d'analistes en el 4T 2016 (el 2,0% interanual, enfront de l'1,6% previst), amb el suport del bon to de la demanda interna, en especial la inversió, i de les exportacions. Així i tot, el creixement per al conjunt del 2016 es va situar en l'1,4%. En els propers trimestres, s'espera que l'economia continuï avançant a un ritme semblant. Així ho reflecteixen les previsions del consens d'analistes, que apunten a un creixement de l'1,5% el 2017 i de l'1,4% el 2018 (igual que l'escenari de CaixaBank Research). Malgrat tot, els costos de finançament del país lusità es mantenen elevats. D'una banda, això és degut a la preocupació dels inversors per la situació de la banca i de les finances públiques. A aquests riscos idiosincràtics s'ha sumat, recentment, la incertesa política que plana sobre el conjunt de la zona de l'euro, que esperem que s'esvaeixi al llarg del 2017. En relació amb la situació de la banca, en els últims mesos, s'han fet avanços considerables perquè s'esvaeixi la incertesa sobre la situació del sector, la qual cosa propiciarà que la prima de risc iniciï una tendència a la baixa. Pel que fa a la situació de les finances públiques, tot fa pensar que el dèficit pressupostari del 2016 s'haurà situat per sota del 3% del PIB, de manera que Portugal sortirà del procediment de dèficit excessiu que té obert amb la Comissió Europea. De fet, la Comissió ja ha revisat a la baixa les previsions de dèficit públic per al 2016 del 2,7% del PIB fins al 2,3%. No obstant això, el nivell de deute públic es manté elevat (al voltant del 130% del PIB), de manera que Portugal no pot abaixar la guàrdia.

Zona de l'euro: compte corrent

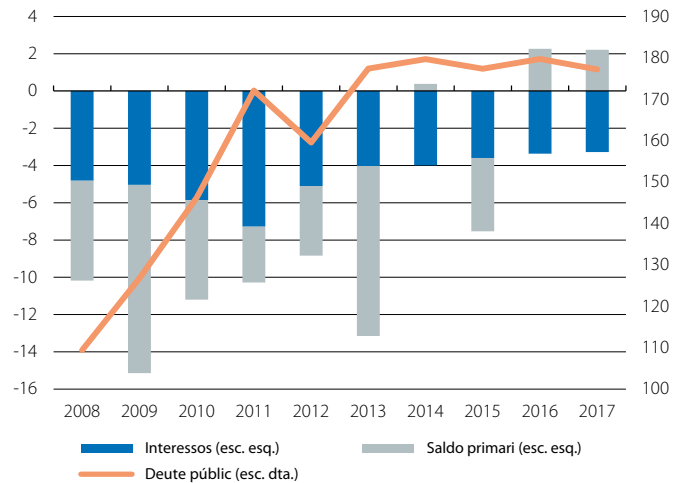
Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)



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

Grècia: saldo primari, interessos i deute públic

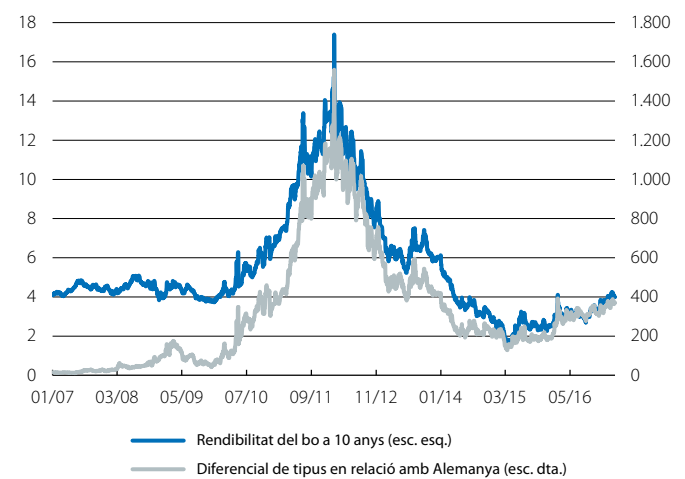
(% del PIB) (% del PIB)



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

Portugal: rendibilitat del deute públic a 10 anys

(%) (p. b.)



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