

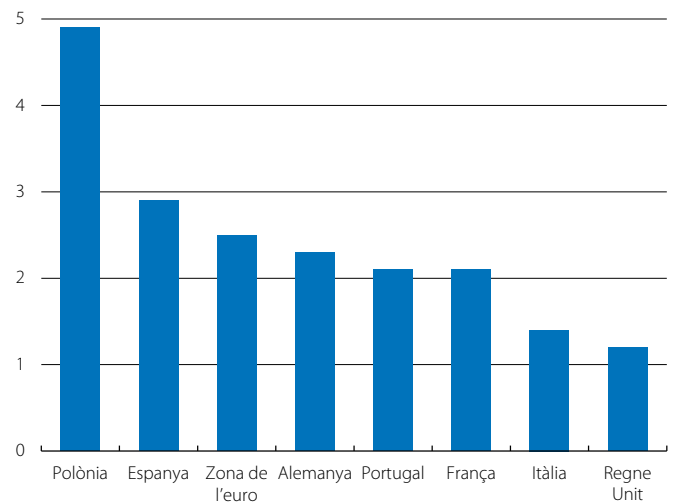
CONJUNTURA · Repunt dels riscos en un entorn de creixement favorable

El creixement a la zona de l'euro es modera en el 1T. Després de finalitzar l'any amb molt bon peu, les dades del PIB que hem conegut aquest mes mostren que el creixement de la zona de l'euro s'ha moderat en el 1T 2018, tal com ja apuntaven els indicadors d'activitat. Així, en el 1T 2018, l'àrea va créixer el 0,4% intertrimestral (el 2,5% interanual), 3 dècimes per sota del registre del trimestre anterior. Entrant en el detall per països, destaca l'alentiment a Alemanya i a França, on les taxes de creixement intertrimestral es van situar entre 3 i 4 dècimes per sota de les del 4T 2017. Aquests baixos registres es poden atribuir, si més no en part, a una sèrie de factors temporals que han pesat sobre l'evolució de l'activitat. Destaquem, en particular, les condicions meteorològiques especialment adverses al nord d'Europa i les vagues a Alemanya. En el cas d'Alemanya, a més a més, és molt probable que l'*impasse* polític que va travessar el país durant el 1T també pesés sobre el creixement. Així, el detall per components del creixement del PIB del 1T d'Alemanya mostra que, mentre que el consum privat i la inversió van mantenir una dinàmica molt favorable, fet que confirma el bon clima de confiança, el registre decebedor s'explica, en part, per una caiguda brusca del consum públic, fet que preveiem que es redreçarà en els propers trimestres, ja que el país disposa d'un nou Govern. D'aquesta manera, a mesura que aquests factors temporals es vagin esvaint, des de CaixaBank Research esperem que el ritme de creixement torni a agafar un cert impuls en els propers trimestres. Això és degut al fet que l'economia es continua beneficiant del suport ofert per una política monetària molt acomodàcia, per una política fiscal neutra o que, fins i tot, es pot tornar expansiva en alguns casos i per un context favorable de creixement global.

Itàlia i el preu del petroli, els dos principals focus de risc. Malgrat que les perspectives de la zona de l'euro es mantenen favorables, hi ha certs factors de risc que han pres el relleu durant l'últim mes i que podrien entorpir l'evolució de l'economia. A Itàlia, la decisió del president de la República de bloquejar la formació del Govern va generar un repunt de la incertesa als mercats pel temor que, si calia repetir les eleccions, se centressin en la relació d'Itàlia amb la UE. No obstant això, les últimes notícies suggereixen que M5S i LN podran, finalment, formar govern. L'acord de govern entre els dos partits contempla, entre altres mesures, un fort impuls fiscal i la intenció de mantenir un pols amb Brussel·les sobre les regles fiscals i sobre la contribució d'Itàlia al pressupost europeu. Tot plegat ha generat dubtes sobre la sostenibilitat del deute públic italià, la prima de risc del qual ha repuntat, s'ha arribat a situar per damunt dels 270 p. b. i ha afectat les primes de risc d'altres països de la perifèria (per exemple, la prima de risc de Portugal s'ha situat per damunt dels 170 p. b.). Per la seva banda, la retirada dels EUA de l'acord nuclear amb l'Iran ha generat un notable repunt del preu del petroli. Tot i que preveiem que aquest repunt serà

Unió Europea: PIB del 1T 2018

Variació interanual (%)

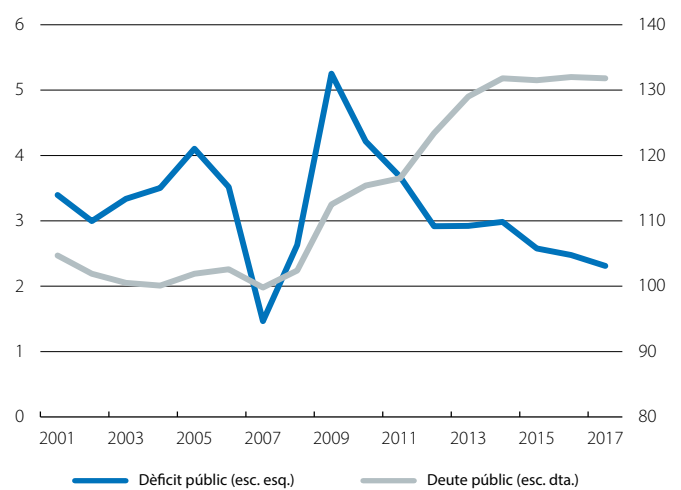


Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

Itàlia: dèficit i deute públic

(% del PIB)

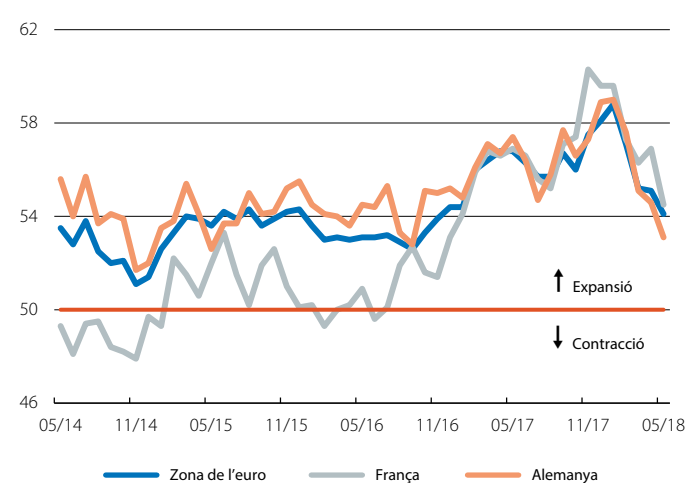
(% del PIB)



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

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

Nivell



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

temporal (l'Àrabia Saudita i Rússia poden compensar una possible retallada de la producció de l'Iran), si s'allarga, podria erosionar lleugerament el creixement en els propers trimestres.

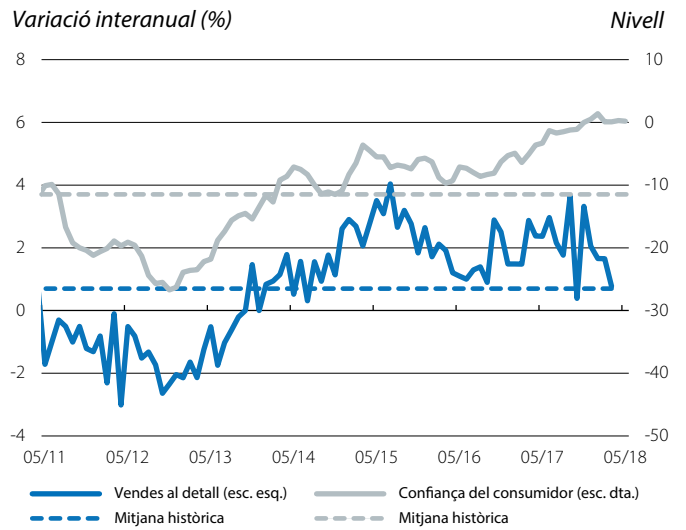
Els indicadors d'activitat es mantenen en cotes moderades. Així, el quadre d'indicadors fa pensar que el creixement tornarà a agafar impuls en els propers trimestres, tot i que es mantindrà en cotes més moderades que les observades al final del 2017. En concret, l'índex de sentiment empresarial per al conjunt de la zona de l'euro es va moderar al maig i es va situar en els 54,1 punts, 1 punt per sota del registre del mes anterior. Malgrat situar-se per sota de les cotes registrades al final del 2017, l'indicador es manté còmodament en zona expansiva (per damunt dels 50 punts). Per la seva banda, l'índex de producció industrial va repuntar al març després d'haver caigut en els tres mesos anteriors i va marcar un creixement interanual del 3,0%, un registre molt similar al de la mitjana del 2017 (el 2,9%).

Atents als indicadors de la demanda. Més concretament, els últims registres mostren una lleugera desconnexió entre els indicadors de sentiment i els de vendes al detall. Així, mentre que l'índex de confiança del consumidor es va mantenir al maig en cotes molt elevades (registre de 0,2 punts, enfront d'una mitjana per al 2017 de -2,5 punts), el creixement de les vendes al detall va caure al març fins al 0,8% interanual, un registre molt inferior a la mitjana del 2017 (el 2,2%). La bretxa entre els dos indicadors és coherent amb el fet que els factors de caràcter temporal, com el mal temps, puguin haver pesat sobre les decisions de consum de les llars durant el 1T de l'any. Així i tot, i tal com apunten els indicadors de confiança, ateses la bona evolució del mercat laboral a la zona de l'euro i les condicions favorables d'accés al crèdit, des de CaixaBank Research preveiem que el consum privat repuntarà en els propers mesos i es mantindrà com el principal motor de creixement.

La inflació recula de manera temporal a l'abril i se situa en l'1,2% interanual, 1 dècima per sota del registre del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent es va moderar en 2 dècimes, fins a l'1,1%. Aquest alentiment es pot atribuir a l'efecte de calendari, ja que enguany la Setmana Santa ha caigut al març en lloc de l'abril, de manera que esperem que els preus repuntin en els propers mesos. De fet, hem revisat a l'alça la previsió d'inflació per a enguany en 1 dècima, fins a l'1,5%, atesa la pujada del preu del petroli. A mesura que la zona de l'euro entri en una fase més madura del cicle i que el mercat laboral continuï absorbint l'actual marge de folgança, preveiem que els salaris repuntaran de forma gradual i que la inflació s'acostarà, al final del 2019, a l'objectiu del BCE d'una inflació propera però per sota del 2%.

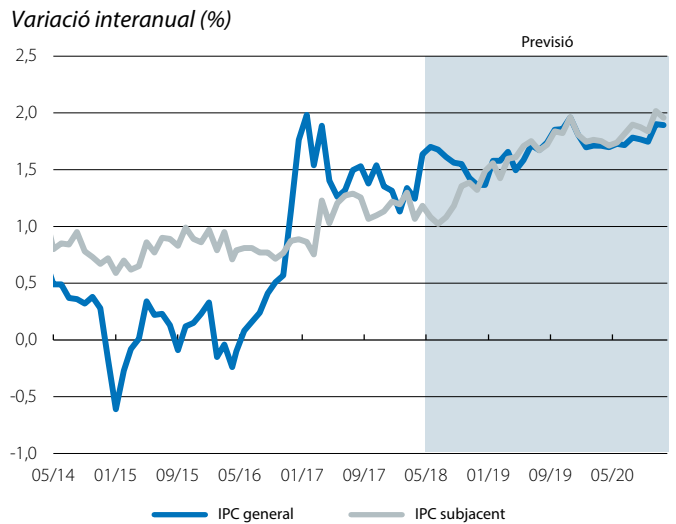
El mercat laboral es manté com una peça clau per al creixement. L'elevat clima de confiança que ha alimentat la recuperació econòmica de la zona és degut, en gran part, a la forta recuperació del mercat laboral. En aquest sentit, la bona trajectòria mostrada per les últimes dades és positiva. Així, la taxa d'atur de la zona de l'euro es va situar en el 8,5% al març, 0,9 p. p. per sota del registre del mateix mes de l'any anterior. Per països, desta-

Zona de l'euro: indicadors de consum



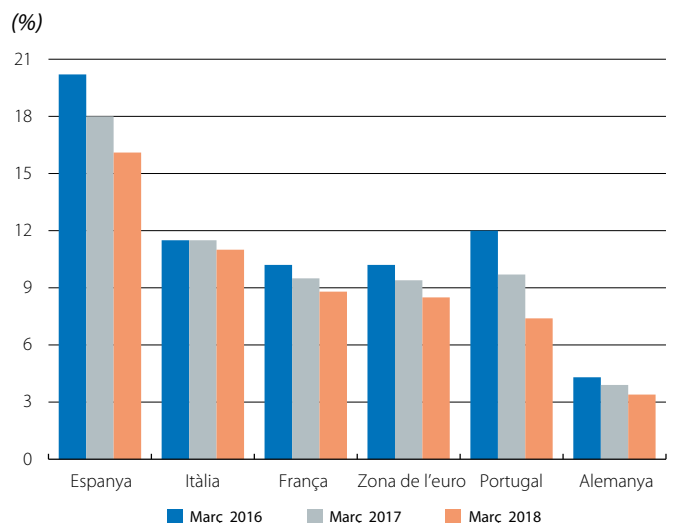
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Zona de l'euro: IPC harmonitzat



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

Zona de l'euro: taxa d'atur



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

quen Portugal, on la taxa d'atur va caure 2,3 p. p. en el mateix període, fins al 7,4%; Espanya, on la taxa va caure 1,9 p. p., fins al 16,1%, i França, on va caure 0,7 p. p., fins al 8,8%. Així i tot, persisteixen grans diferències en la taxa d'atur entre els països membres de la zona de l'euro, amb països com Espanya, amb una taxa d'atur del 16,1%, o Alemanya, amb una taxa del 3,4%.

PORTUGAL

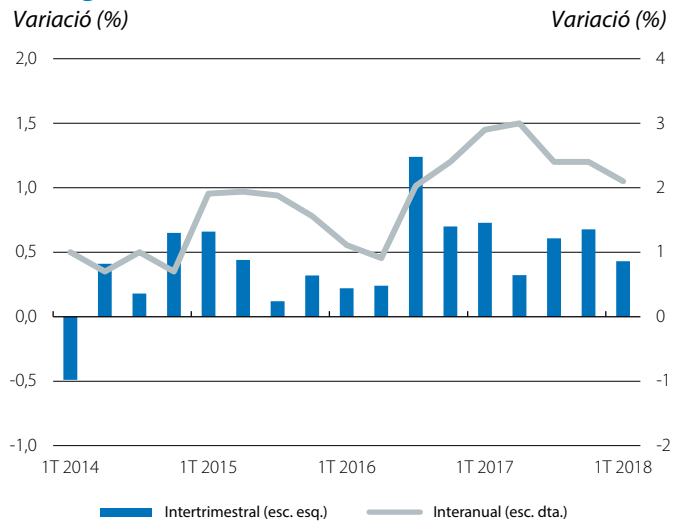
Lleugera desacceleració temporal de l'activitat en el 1T 2018.

L'economia portuguesa va moderar el ritme de creixement en el 1T 2018, després de créixer el 0,4% intertrimestral (el 2,1% interanual), 3 dècimes per sota del registre del trimestre anterior. Encara sense els detalls per components, l'Institut Nacional d'Estadística de Portugal palesa que la demanda interna es va mantenir en cotes elevades i que, per tant, va ser la demanda externa neta la causant de la desacceleració de l'activitat. Des de CaixaBank Research creiem que aquesta desacceleració és una ensopagada temporal que reflecteix la volatilitat inherent a la sèrie temporal i que el creixement se situarà, en els propers trimestres, en cotes més elevades, tot i que per sota de les assolides al final del 2017. Aquest escenari es basa en un context internacional que preveiem que es mantindrà favorable i que donarà suport al creixement de les exportacions. Per la seva banda, a nivell domèstic, preveiem que el creixement del consum privat es continuarà beneficiant de l'elevat ritme de creació d'ocupació (creixement interanual del 3,2% en el 1T). Una mostra d'aquest últim punt és l'indicador de vendes al detall, que, al març, va registrar un creixement interanual del 7,6%, un registre molt superior al de la mitjana del 2017 (el 4,1%). Així mateix, l'economia es continuarà beneficiant d'unes condicions monetàries acomodaticies. Així i tot, arran de la dada de creixement del 1T, hem revisat lleugerament a la baixa les previsions de creixement per al 2018 en 1 dècima, fins al 2,3%.

La inflació cau a l'abril. Més concretament, la inflació general es va situar en el 0,3%, 5 dècimes per sota del registre del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent també es va moderar en 8 dècimes, fins al 0,1%. Aquest alentiment en el ritme de creixement dels preus és degut, en gran part, a l'efecte calendari, associat al fet que enguany la Setmana Santa ha caigut al març en lloc de l'abril. Quan aquest efecte de base s'esvaeixi, preveiem que la inflació repuntarà i continuarà creixent de forma gradual gràcies al creixement de l'activitat. Així mateix, a causa de l'augment del preu del petroli, hem revisat les previsions de la inflació general a l'alça per al 2018 en 2 dècimes, fins a l'1,2%.

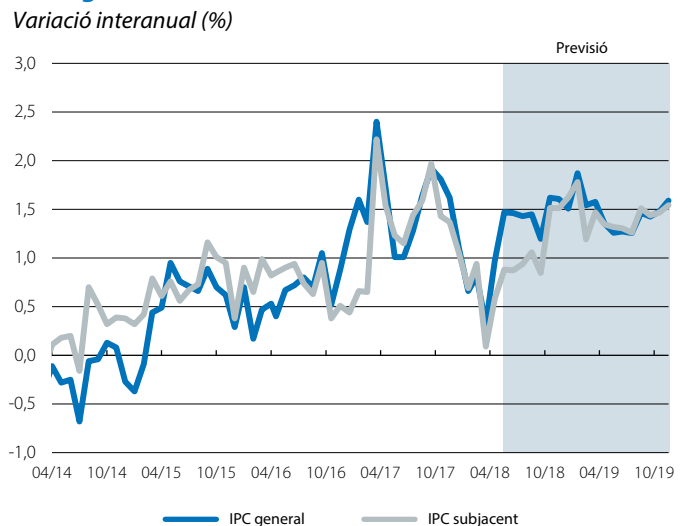
El sector turístic continua donant suport al sector exterior portuguès. Les últimes dades confirmen l'atractiu del país com a destinació turística. Així, en l'acumulat de 12 mesos fins al març del 2018, els turistes estrangers van fer més de 42 milions de pernoctacions hoteleres, un augment del 8,3% en relació amb el mateix registre de l'any anterior. Desgranant per origen, la majoria dels visitants procedeixen d'Espanya (el 15,5%), del Regne Unit (el 12,5%), d'Alemanya (el 10,8%), de França (el 9,6%) i del Brasil (el 9,1%). Es consolida, així, el sector turístic com un dels principals pilars de la recuperació econòmica de Portugal.

Portugal: PIB



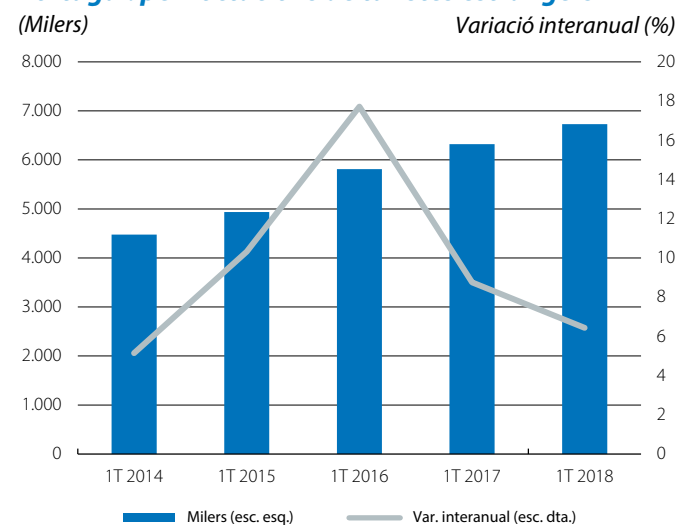
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal.

Portugal: IPC harmonitzat



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

Portugal: pernoctacions de turistes estrangers



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