

CONJUNTURA · Es confirma el bon moment cíclic de la zona de l'euro

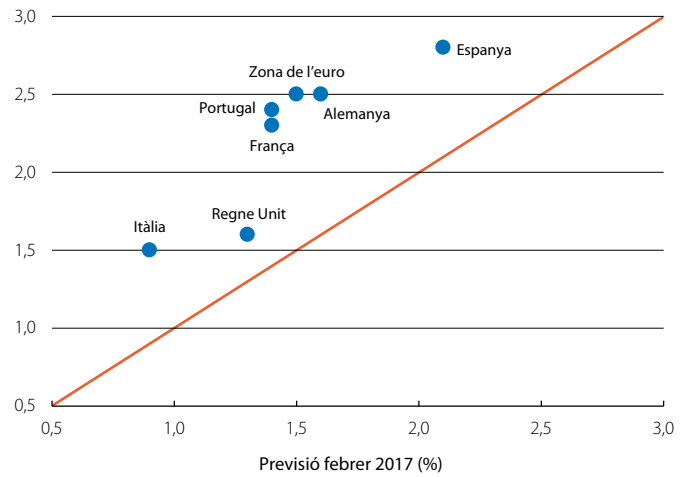
Milloren les perspectives de creixement de la zona de l'euro. Després de superar un complicat 2017, la zona de l'euro comença el 2018 amb bon peu. Així ho suggereixen les dades de creixement del PIB del 4T 2017 i els primers indicadors d'activitat de l'any, i així es pot veure també en una comparativa de les prediccions de creixement per al 2018 fetes al febrer en relació amb les mateixes prediccions realitzades al febrer de l'any passat. Per bé que hi ha factors de risc que poden enfosquir les perspectives macroeconòmiques de la zona de l'euro a mitjà termini, preveiem que, a curt termini, l'àrea té marge per sostenir un ritme elevat de creixement de l'activitat. Això és degut a diversos factors, entre els quals incloem la forta embranzida de l'economia global, una política monetària acomodaticia i el bon clima de confiança, que afavoreix la creació de llocs de treball. Per aquest motiu, des de CaixaBank Research, hem revisat a l'alça les previsions de creixement de la zona de l'euro en 0,3 p. p., tant el 2018, fins al 2,5%, com el 2019, fins al 2,0%.

El factor polític com a font d'incertesa econòmica es modera. Tot i que els focus d'atenció estan posats en les properes eleccions italianes del 4 de març, les enquestes continuen pronosticant un parlament fragmentat. Això, d'una banda, limita la capacitat del Govern resultant per implementar reformes profundes, però, de l'altra, també conté els riscos derivats d'un possible Govern populista/euroescèptic. Cal matisar que diversos estudis suggereixen que la nova llei electoral (Rosatellum) podria derivar en un parlament menys fragmentat del que les enquestes suggereixen. No obstant això, tal com apunten aquests mateixos estudis, els partits que podrien sortir més beneficiats són els de centredreta, els programes electorals dels quals comporten un risc limitat de cara al projecte de construcció europea a curt termini. A Alemanya, els conservadors i els socialdemòcrates (SPD) han assolit un acord de Govern, el qual encara ha de ser ratificat pels membres de l'SPD el mateix dia que les eleccions italianes, el 4 de març. L'acord contempla més despesa pública en polítiques socials, en educació i en infraestructures, així com un impuls més intens al projecte d'integració europea (mitjançant un increment de la contribució neta d'Alemanya al pressupost i el suport a la creació d'un fons monetari europeu). Finalment, el Regne Unit i la zona de l'euro continuen negociant per assolir un acord sobre un període de transició. L'escull més important és la petició per part de la UE que, malgrat que el Regne Unit hagi de sortir de tots els cossos legislatius de la UE durant aquest període, haurà de continuar aplicant tota la regulació europea que es legisli durant la transició. Preveiem que, tot i que hi ha riscos, l'acord s'assolirà al final de març per ser ratificat en la reunió del Consell d'Europa. Això permetria que els dos blocs iniciïn les negociacions sobre la futura relació comercial.

Es constata el bon momentum de la zona de l'euro del final de l'any. Tal com hem esmentat més amunt, les dades de creixement del PIB del 4T 2017 mostren una dinàmica favorable de creixement, amb una inèrcia que, pel que sembla, es traslladarà a la primera meitat del 2018. Per països, destaquen els avanços d'Alemanya i de França, que, en el 4T, van créixer el 2,9% i el 2,4%

Zona de l'euro: previsió de creixement per al 2018

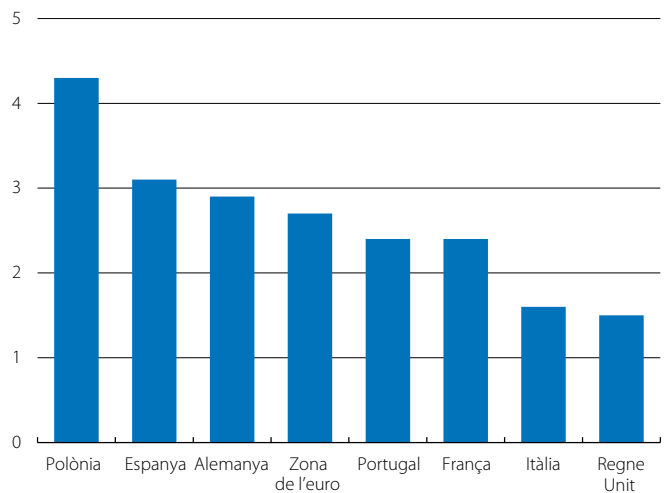
Previsió febrer 2018 (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades pròpies i de Consensus Economics.

Unió Europea: PIB del 4T 2017

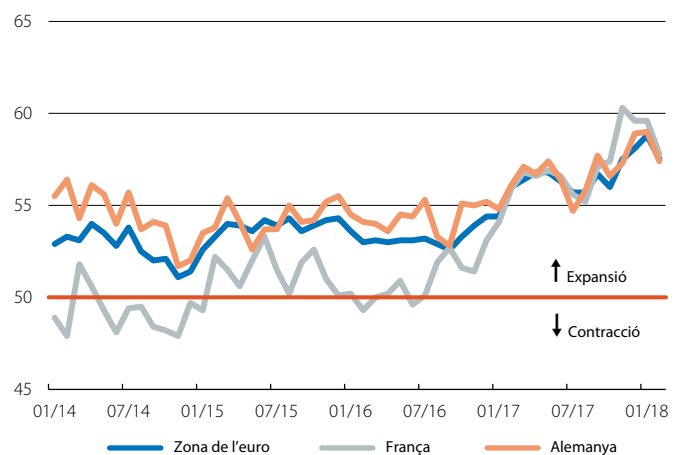
Variació interanual (%)



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.

interanual, les taxes més elevades del 2017, quan van situar el còmput global de l'any en el 2,5% i en l'1,9%, respectivament. Fins i tot Itàlia, malgrat mantenir-se endarrerida en relació amb la resta de la zona de l'euro, va créixer l'1,6% interanual en el 4T i va situar el total de l'any en l'1,5%, el registre més alt des del 2010. Fora de la zona de l'euro, els països de l'est, amb un creixement interanual en el 4T del 4,8% a Hongria i del 4,3% a Polònia, van mantenir la fermesa mostrada en els trimestres anteriors. Per la seva banda, atès el context d'elevat creixement al conjunt de la UE, va destacar el pobre resultat del Regne Unit, on l'economia, que només va créixer l'1,5% interanual en el 4T, continua patint els efectes de l'impacte de la incertesa de les negociacions sobre el *brexít*.

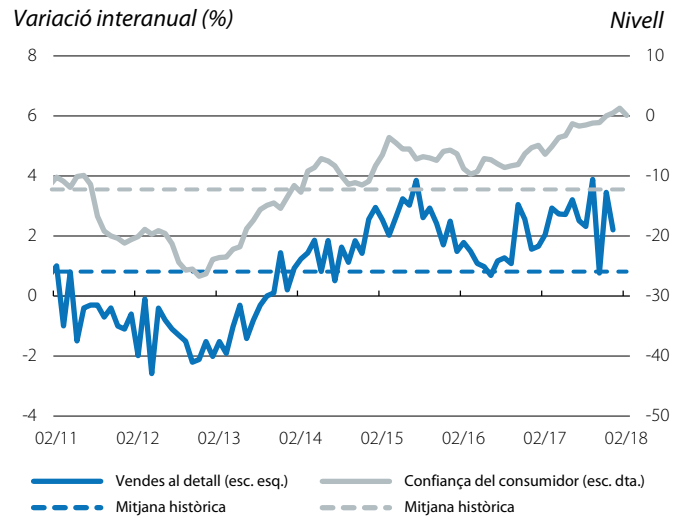
Els indicadors d'activitat mantenen cotes elevades i suggereixen, tal com s'ha comentat, que el ritme d'activitat del començament de l'any es manté elevat. Així, l'índex de producció industrial es va disparar i va créixer el 5,2% interanual al desembre, arran d'un fort creixement en la producció de béns de capital i de béns duradors. Per la seva banda, l'índex de sentiment empresarial per al conjunt de la zona de l'euro va marcar un registre de 57,5 punts al gener del 2018. Malgrat tractar-se d'un descens petit en relació amb el mes anterior (58,8 punts), la dada se situa per damunt de la mitjana de la segona meitat del 2017 (56,6 punts) i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts).

Bones perspectives per a la demanda. Els consumidors es continuen beneficiant d'una política monetària molt acomodaticia i d'un mercat laboral que continua generant ocupació i que ha reduït la taxa d'atur en 1,0 p. p. al llarg del 2017, fins a situar-se en el 8,7% al desembre. En aquest context, la confiança es manté elevada, la qual cosa afavoreix el creixement del consum privat. Una mostra d'això és el registre que va marcar l'índex de confiança del consumidor al febrer, quan es va situar en els 0,1 punts, 2,5 punts per damunt de la mitjana del 2017. Així mateix, les vendes al detall van créixer el 2,2% interanual al desembre, una taxa similar a la mitjana del 2017.

La inflació es manté continguda. Al febrer, la inflació de la zona de l'euro va caure 1 dècima en relació amb el mes anterior i es va situar en l'1,2%. Aquest registre s'explica, principalment, pel descens del component dels aliments no elaborats. Per la seva banda, la inflació subjacent va mantenir el mateix registre del gener, de l'1,2%. Malgrat que aquestes taxes de creixement dels preus són moderades, atès el repunt de l'activitat, cal destacar que encara subsisteix un grau significatiu de folgança al mercat laboral que limita les pressions sobre el creixement dels salaris i, per tant, dels preus. Així, descomptant el cas d'Alemanya, on el mercat laboral ha experimentat canvis estructurals que han comportat una caiguda molt significativa de la taxa d'atur, la corba de Phillips combinada de França, Itàlia, Espanya i Portugal mostra que, el 2017, la corba se situa en un nivell semblant al del 2010 i presenta encara un ampli recorregut abans que augmentin les pressions inflacionistes. En aquest sentit, des de CaixaBank Research, preveiem que el mercat laboral es començarà a endinsar en una fase més madura del cicle al final del 2018, i, de llavors ençà, la inflació es recuperarà de forma gradual fins a situar-se al voltant de l'1,8% el 2019.

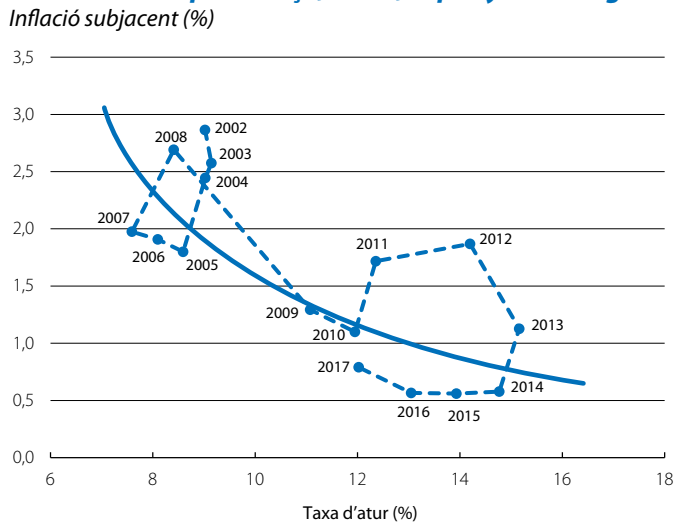
Un creixement més equilibrat. El ritme més intens de creixement de la zona de l'euro ha estat compatible amb el manteni-

Zona de l'euro: indicadors de consum



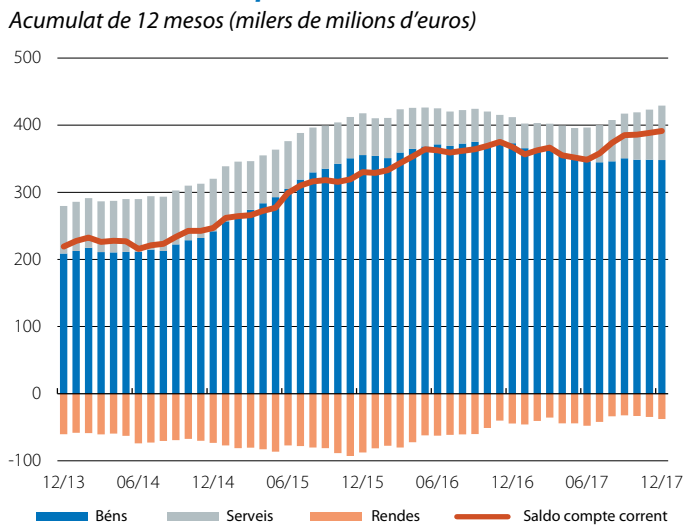
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Corba de Phillips: França, Itàlia, Espanya i Portugal



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

Zona de l'euro: compte corrent



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

ment d'un saldo positiu en la balança per compte corrent. Així, el 2017, la zona de l'euro va presentar un superàvit del 3,5% del PIB, 1 dècima per damunt del registre del 2016, arran d'un major saldo en les balances de serveis i de rendes, que han compensat amb escreix el deteriorament de la balança de béns. En un context de fort creixement del consum privat, aquesta dada confirma els guanys de competitivitat que s'han produït a la zona de l'euro en els últims anys.

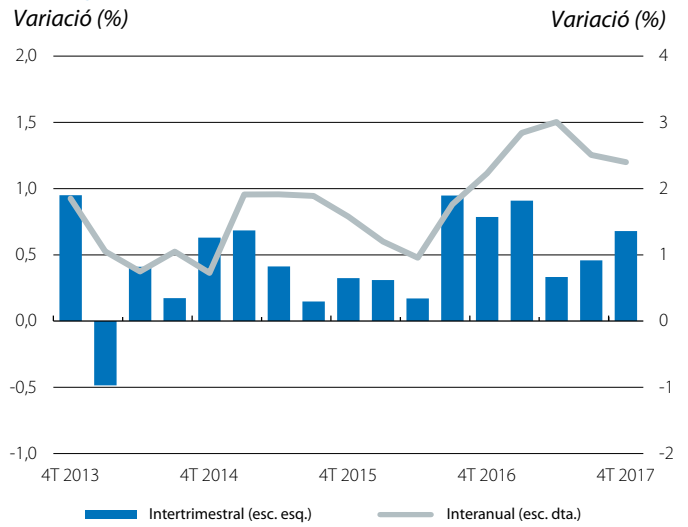
PORTUGAL

Les dades del final de l'any auguren un bon 2018. L'economia lusitana va mantenir un ritme sòlid de creixement en el 4T 2017, amb un avanç interanual del 2,4%, la qual cosa va situar el còmput total del 2017 en el 2,7%, la taxa de creixement més alta des de l'any 2000. De cara als propers anys, CaixaBank Research preveu un creixement del 2,4% el 2018 i del 2,3% el 2019, registres que incorporen una revisió a l'alça de 0,1 p. p. en els dos casos. Aquestes previsions es basen, d'una banda, en factors externs, com el bon moment que travessa l'economia global, i la zona de l'euro en particular. Pel que fa als factors domèstics, destaca el dinamisme de les exportacions, derivat, en part, de la nova planta de fabricació d'automòbils de Volkswagen i del bon funcionament del sector turístic, acompanyat, tot plegat, d'un clima d'elevada confiança que es beneficia de l'alt ritme de creació d'ocupació i que continuarà esperonant el creixement del consum privat. Així mateix, preveiem que el bon moment cíclic i la caiguda recent de la prima de risc (que, al gener, va caure 20 p. b., fins al voltant dels 130 p. b., nivell en què s'ha mantingut durant el mes de febrer) donaran marge al Govern per incrementar la despesa pública sense que això repercuteixi de manera negativa sobre els objectius de dèficit fiscal. A més a més, esperem que aquest major creixement serà compatible amb el manteniment d'un saldo positiu en la balança del compte corrent.

Es manté la senda a la baixa del deute públic. Després d'oscil·lar diversos anys al voltant del 130% del PIB, el deute públic de Portugal va caure al desembre del 2017 en 4,2 p. p. en relació amb el mateix mes de l'any anterior, fins a situar-se en el 125,9% del PIB. Això ha estat possible gràcies al major esforç fiscal, a l'acceleració del creixement i, tal com ja hem comentat, a la caiguda de la prima de risc sobirana. De cara als propers trimestres, preveiem que el deute continuarà caient, gràcies al major ritme de creixement del PIB, i se situarà al voltant del 123,2% del PIB al final del 2018, 1 p. p. per sota de l'objectiu establert per la Comissió Europea (el 124,2%).

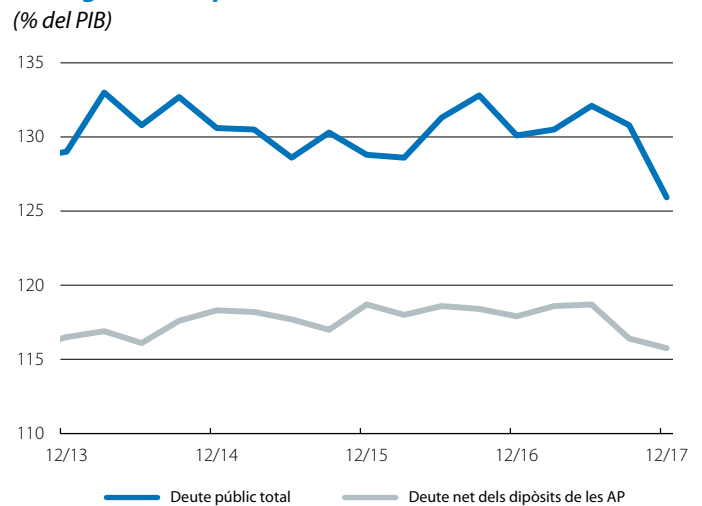
La inflació sorprèn a la baixa. Al gener, la inflació va caure més del que s'esperava i es va situar en l'1,1%, arran d'una campanya agressiva de rebaixes i de l'impacte de l'apreciació de l'euro sobre el component energètic de la cistella. En conseqüència, hem revisat les perspectives d'inflació per a enguany lleugerament a la baixa, fins a l'1,5%. No obstant això, l'elevat ritme de creixement de l'ocupació (variació interanual del 3,7% al desembre) redueix el grau de folgança que subsisteix al mercat laboral, de manera que esperem que el creixement dels salaris també es vagi recuperant de forma gradual i que, en última instància, això doni suport a la recuperació de la inflació durant la segona meitat del 2018 i al llarg del 2019.

Portugal: PIB



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

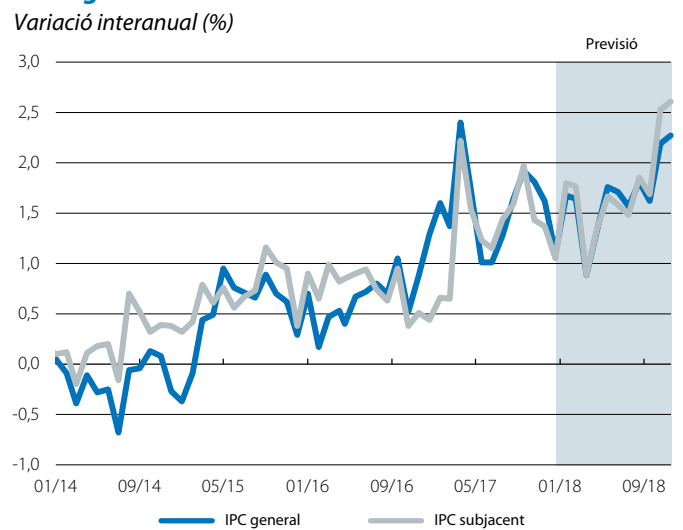
Portugal: deute públic *



Nota: * Deute públic segons el criteri de Maastricht.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.

Portugal: IPC harmonitzat



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