

INFORME DE L'EFN
sobre les PERSPECTIVES
ECONÒMIQUES
de la ZONA EURO
per a 2008 i 2009



Primavera 2008

Amb relació a l'European Forecasting Network

L'European Forecasting Network (EFN) és una xarxa de recerca formada per un conjunt d'institucions europees, creada l'any 2001 a partir d'una iniciativa de la Comissió Europea. L'objectiu de l'EFN consisteix a analitzar críticament l'evolució conjuntural de l'economia de la zona euro, formular prediccions a curt termini sobre les principals macromagnituds i variables financeres, avaluar mesures de política econòmica i aprofundir en aspectes de rellevància particular sobre el funcionament de la Unió Econòmica i Monetària. Aquest treball es dona a conèixer a través de la publicació de quatre informes trimestrals. Es pot obtenir informació sobre l'EFN a la pàgina web de la xarxa, <http://www.efn.uni-bocconi.it/>, o bé a la pàgina web del Grup d'Anàlisi Quantitativa Regional de la Universitat de Barcelona, l'únic equip català que hi participa, <http://www.pcb.ub.es/aqr>. També es pot sol·licitar informació addicional per correu electrònic a qualsevol de les dues adreces electròniques següents: efn@uni-bocconi.it o aqr@pcb.ub.es.

Institucions que hi participen

IGIER, Università Bocconi (coordinador)

Responsable: Massimiliano Marcellino (massimiliano.marcellino@uni-bocconi.it)

Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales (CEPII)

Responsable: Lionel Fontagné (fontagne@cepii.fr)

Global Insight

Responsable: Emilio Rossi (emilio.rossi@globalinsight.com)

The Halle Institute for Economic Research (IWH)

Responsable: Axel Lindner (Axel.Lindner@iwh-halle.de)

The Department of Economics, European University Institute (EUI)

Responsable: Michael Artis (michael.artis@iue.it)

Anàlisi Quantitativa Regional (AQR), Universitat de Barcelona

Responsable: Jordi Suriñach (jsurinach@ub.edu)

Instituto Flores de Lemus (IFL), Universidad Carlos III

Responsable: Antoni Espasa (espasa@est-econ.uc3m.es)

Department of Applied Economics (DAE), University of Cambridge

Responsable: Sean Holly (sean.holly@econ.cam.ac.uk)

Coordinador de l'informe: Massimiliano Marcellino

Data de tancament de l'informe: 25 de març de 2008

Perspectives econòmiques de la zona euro per a 2008 i 2009

- A causa de l'elevada integració entre els mercats financers d'Europa i dels Estats Units, l'economia de la zona euro es veu més amenaçada per l'actual crisi financera i per la desacceleració als Estats Units que no pas moltes de les economies emergents.
- Fins ara, la inversió no residencial a la zona euro s'ha vist recolzada per una elevada utilització de la capacitat productiva, amb un nivell alt de comandes i, de mitjana, una bona rendibilitat de les empreses del sector industrial. Ara bé, la crisi dels mercats financers s'ha traduït en un encariment del finançament extern, ja que la prima de risc dels mercats de bons ha crescut de manera significativa atès que els bancs volen reforçar els seus balanços, i el finançament a través d'accions no és tan atractiu en mercats amb tendències a la baixa.
- La demanda de les llars creixerà només de manera modesta durant el 2008 ja que la renda real serà més o menys constant, atès que la seva riquesa es veurà afectada per la crisi financera i per la desacceleració dels mercats de l'habitatge. Durant el 2009, quan els efectes de la desacceleració als Estats Units i la crisi dels mercats financers s'esvaeixin, el creixement de la zona euro s'accelerará fins a nivells propers als potencials.
- En resum, les prediccions per al creixement del PIB són de l'1,4% per al 2008 i de l'1,7% per al 2009. S'espera que la taxa d'inflació mitjana anual arribi fins al 3,1% durant aquest any i no s'espera una moderació fins a taxes properes al 2% fins a la segona meitat de 2009.

L'economia mundial i la crisi financera

El risc d'una recessió global ha augmentat durant els primers mesos de 2008. Les dades mostren que el creixement de l'*output* s'ha desaccelerat de manera important a les economies occidentals a finals del darrer any amb un estancament de la producció industrial als països de l'OCDE. Des d'aleshores, l'índex de sentiment econòmic s'ha continuat deteriorant. Les causes són l'aprofundiment de la crisi del sector de l'habitatge als Estats Units i l'expansió de la crisi dels mercats financers a Nord-amèrica i Europa. El creixement dels preus internacionals de l'energia, les matèries primeres i l'alimentació són factors de risc addicionals, no només redueixen la renda real de les llars a molts països sinó que també afebleixen l'efectivitat de les polítiques anticíclics, ja que davant de pressions inflacionistes les polítiques expansives s'arrisquen a reduir la confiança dels agents econòmics en l'estabilitat de preus.

Ara bé, als Estats Units la política econòmica s'orienta a prendre les mesures apropiades per prevenir una recessió seriosa que, d'altra banda, sembla imminent: amb gairebé tota seguretat el tipus d'interès de referència es reduirà fins al 2% durant la primera meitat de 2008, i les reduccions impositives i els incentius a la inversió es traduiran en un estímul d'aproximadament 1 punt percentual sobre el creixement del PIB durant aquest estiu. La recessió, però, sembla inevitable: actualment, els preus de l'habitatge continuen caient i les execucions d'hipoteques mostren una tendència creixent. L'activitat real es traduirà en la desacceleració del sector de la construcció i de l'efecte riquesa negatiu sobre el consum privat, que durant els primers mesos de 2008 estarà més o menys estancat. Més important serà l'efecte desestabilitzador sobre el sector financer. Des de l'estiu de 2007 s'ha produït una espiral descendent de cotitzacions de les accions, rebaixes de les qualificacions i rebaixes del valor. Va començar amb els productes financers garantits parcialment per les hipoteques subprime, però recentment ha afectat fins i tot productes d'agències públiques, que es consideren garantides *de facto* pel Govern. Al començament, només alguns instruments de determinats bancs d'inversió es van trobar amb problemes de liquiditat, però actualment fins i tot grans empreses asseguradores veuen com es rebaixen les seves qualificacions i, per tant, els fons d'inversió es veuen forçats a reduir el seu palanquejament. A la meitat de març, un gran banc d'inversió dels Estats es va poder salvar perquè el va absorbir un competidor, que va rebre garanties importants per part de la Reserva Federal.

La crisi financera als Estats Units afecta de diferent manera les diverses regions i actius i els mercats financers internacionals en general: les primes de risc entre els tipus d'interès interbancaris i productes garantits pel Govern amb una maduresa similar és només una mica més elevat a Europa que als Estats Units, i les primes dels bons d'empreses han augmentat a Europa de manera considerable des de l'estiu de 2007 i, en concret, durant els primers mesos

d'aquest any. Les cotitzacions de les accions tant a les economies occidentals com a les emergents de l'Àsia mostren una tendència creixent des de la tardor de 2007. Les primes de risc pel deute sobirà de les economies emergents també han augmentat, però ho han fet menys els bons corporatius de les economies occidentals.

La recessió als Estats Units podria ser suau, mentre que la desacceleració de l'activitat en l'àmbit mundial no es traduiria en una recessió internacional: la importància relativa de les importacions dels Estats Units al comerç internacional ha disminuït durant aquesta dècada de manera important, i, com a mínim fins ara, el comerç mundial s'ha mantingut amb força tot i la reducció de les exportacions cap als Estats Units, gràcies, en part, al comerç entre economies emergents. De fet, actualment la demanda domèstica és una font de creixement important a les economies emergents com ara la Xina. A més, els mercats financers d'aquestes regions són, a causa dels forts dèficits per compte corrent i posicions financeres internacionals, molt més independents de les decisions que es prenen a Nova York o a Londres que fa una dècada. De moment, les economies britàniques i de la zona euro estan en una posició de risc superior a les de les economies emergents, a causa del major grau d'integració entre els seus mercats financers i els dels Estats Units.

La zona euro

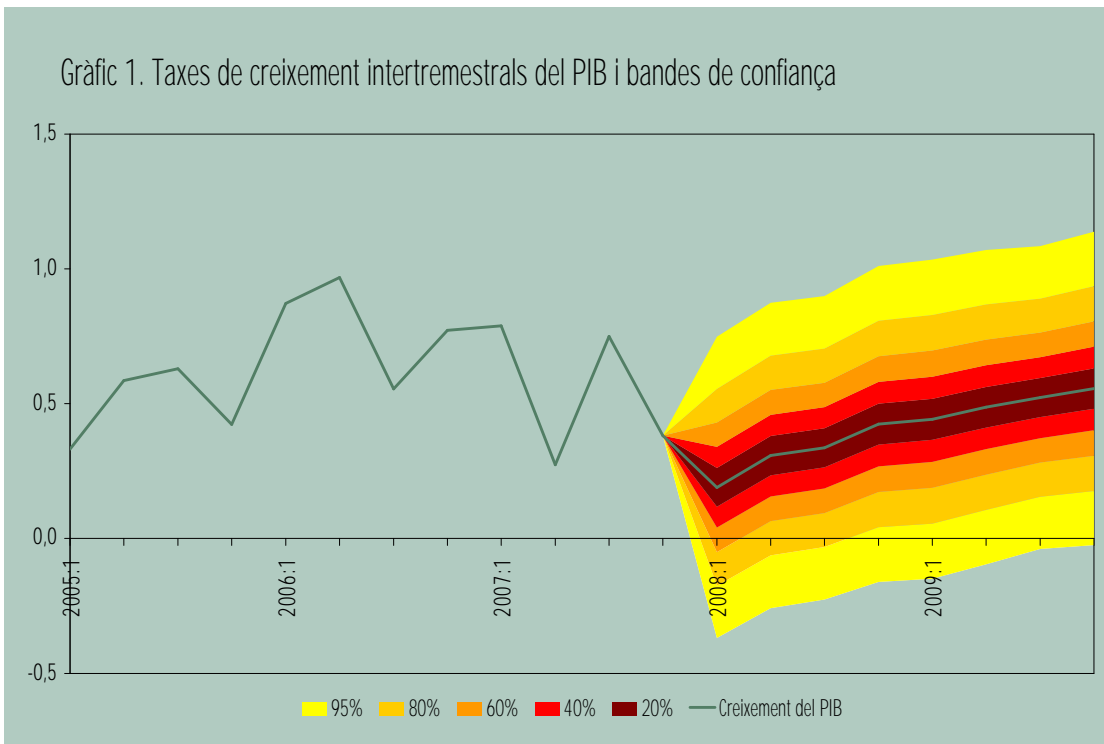
La renovada inestabilitat dels mercats financers internacionals, l'acceleració en l'apreciació de la moneda i la tendència creixent dels preus de l'energia, els productes industrials i l'alimentació han colpejat l'economia de la zona euro en un moment en què el sentiment econòmic ha mostrat (tot i els seus elevats nivells) una tendència decreixent des de fa més de mig any (segons les enquestes de la Comissió Europea). Les dades de la comptabilitat nacional mostren que l'economia ha perdut empenta durant el darrer trimestre de 2007, amb una taxa de creixement que cau per sota del seu nivell potencial. De fet, el consum privat va caure, amb unes xifres particularment baixes (de nou) per a l'economia alemanya. Ara bé, les vendes al detall, que han mostrat una major fortalesa al gener, podrien suggerir que el consum s'ha reactivat, almenys lleugerament. Mentrestant, l'activitat inversora continua creixent a un ritme destacable, amb una taxa de creixement interanual propera al 3% durant el darrer trimestre de 2007. Aquesta dada és important ja que els costos reals del finançament extern han augmentat des de la primavera de l'any passat, moment en què les enquestes als bancs mostraven un enduriment de les condicions dels préstecs, tal com havia succeït a l'octubre i de nou al gener, i també en un moment en què l'expansió del sector de l'habitatge s'acaba en alguns països importants com Espanya, on es troba a prop de la recessió.

Fins ara la inversió no residencial s'ha mantingut gràcies a una elevada utilització de la capacitat productiva (en concret, a Holanda i Alemanya), un nivell elevat de comandes i, de mitjana, uns nivells de rendibilitat de les empreses del sector industrial força elevats. Ara bé, la crisi dels mercats financers es tradueix en un encariment del finançament extern durant aquest any, ja que les primes de risc dels mercats de bons han crescut de manera significativa, els bancs intenten enfortir els seus balanços, i finançar-se a través d'accions no és atractiu en mercats amb tendències a la baixa. El finançament intern continuarà sent, però, una opció per a moltes empreses: les exportadores es beneficiaran de la demanda externa, perquè els productors d'energia del sud i de l'est de la zona euro gastaran, de nou, els beneficis extraordinaris a Europa, i perquè el creixement del comerç amb les economies emergents de l'Àsia continuarà sent elevat. També s'ha de remarcar que no només l'euro, sinó que també altres divises importants, com ara el ien i fins i tot el renminbi, s'han apreciat de manera important respecte del dòlar i, per tant, la pèrdua de competitivitat dels productors de la zona euro respecte del dòlar, afeblit, és limitada.

La demanda de les llars, però, creix només a ritmes molt modestos, perquè els ingressos reals s'estancaran per l'evolució de la inflació, de manera similar a l'evolució de la riquesa que en el millor dels casos serà per la crisi financera i la desacceleració del mercat de l'habitatge. Un cert recolzament de la demanda dels consumidors vindrà donat pel creixement de l'ocupació, tot i que la taxa d'atur no es reduirà durant el 2008. En resum, l'economia de la zona euro continuarà creixent durant aquest any, tot i que a un ritme inferior al potencial. El creixement s'accelerará fins a nivells propers al potencial quan els efectes negatius de la desacceleració dels Estats Units i la crisi dels mercats financers s'esvaeixin. Això es produirà, d'acord amb les nostres previsions, durant el transcurs del 2009. Ara bé, esperem que el creixement del PIB sigui només de l'1,7% durant el 2009, amb una clara millora respecte de l'1,4% de 2008.

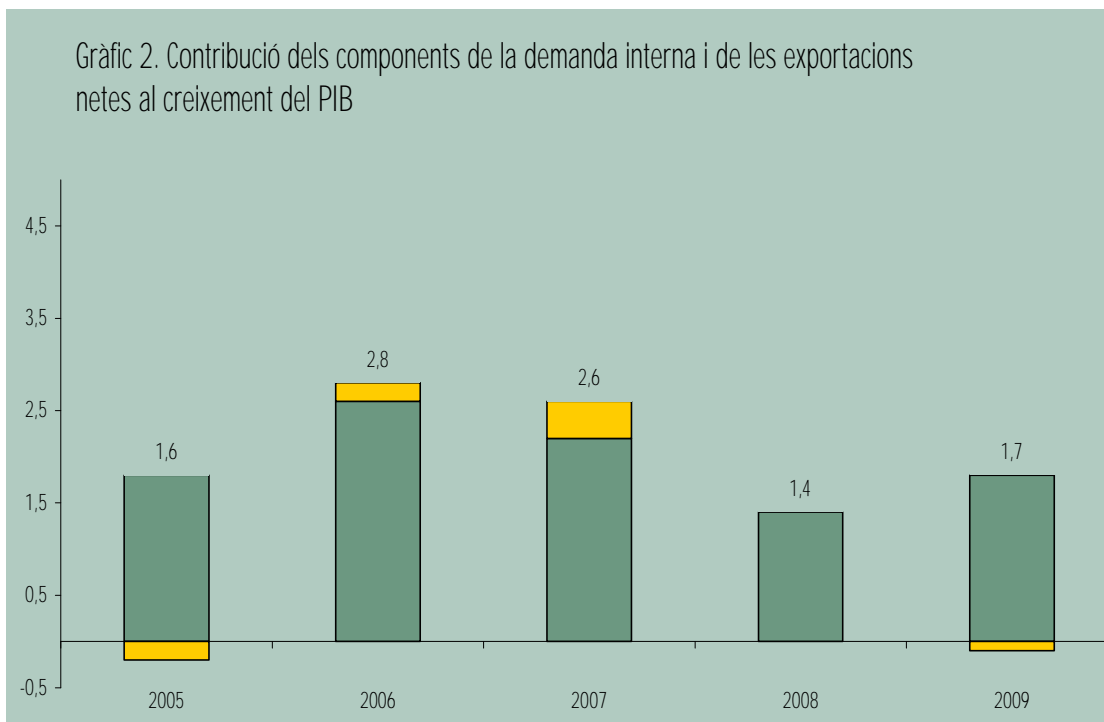
Les prediccions de l'indicador de sentiment econòmic (ISE) mostren que la confiança dels agents econòmics en l'evolució de l'economia de la zona euro es reduirà progressivament durant el 2008 i es recuperarà lleugerament durant el 2009, i s'estabilitzarà a nivells semblants als que es van registrar durant el tercer trimestre de 2005, quan l'economia europea va créixer un 1,8%. A més a més, la possibilitat que durant el 2008 es registrin valors tan baixos com els observats a finals de 2001 i durant el primer trimestre de 2003, corresponents a períodes amb un baix creixement del PIB, és pràcticament insignificant tot i que no es pot descartar durant el 2009 (vegeu el gràfic 3).

Pel que fa a la inflació de la zona euro, les darreres dades publicades per Eurostat corresponen al mes de febrer, moment en què s'ha assolit una taxa de creixement interanual del 3,3%. Fins i tot en el cas que aquesta dada coincidís amb la nostra predicció anterior, els creixe-



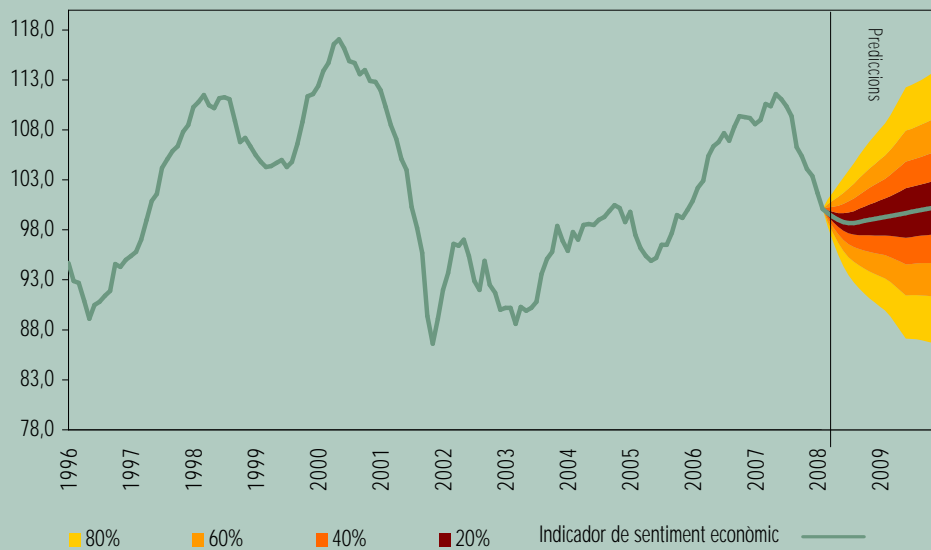
Percentatge de canvi respecte al trimestre anterior.

ments experimentats pels aliments processats i els béns industrials no energètics portarien a una revisió a l'alça de les prediccions de la inflació subjacent per al 2008 i per al 2009, amb taxes esperades del 2,5% i del 2,1%, respectivament. La taxa d'inflació per al 2008 s'ha revisat a l'alça en dues dècimes de punt percentual fins al 3,1%, mentre que les expectatives per



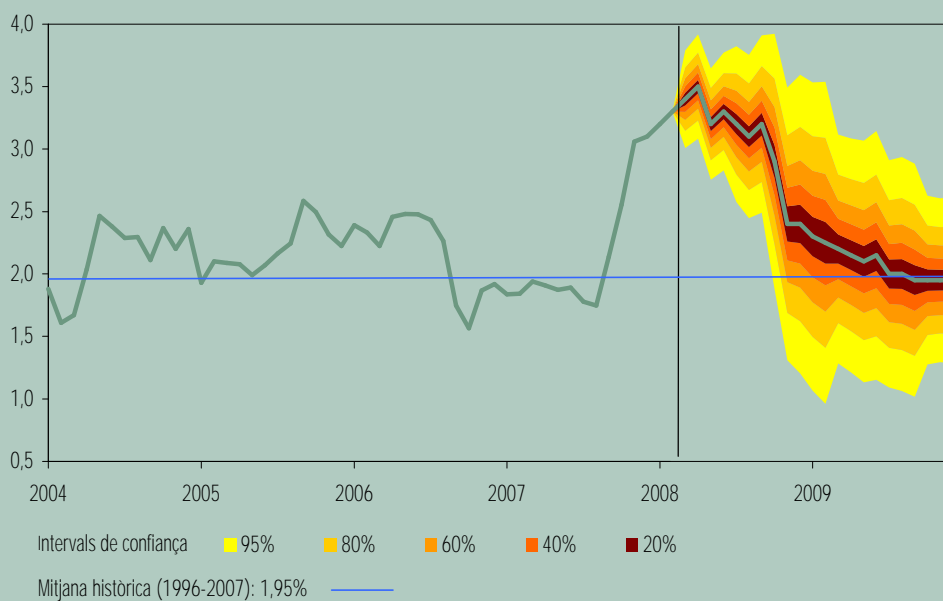
En color fosc la demanda interna, en color clar les exportacions netes. Els valors damunt les columnes recullen la taxa de creixement del PIB.

Gràfic 3. Indicador de sentiment econòmic de la zona euro i creixement del PIB



al 2009 no es veurien alterades amb una previsió del 2,1%. Entre els possibles factors que podrien alleugerir les pressions inflacionistes a la zona euro hi ha la possibilitat que la demanda del petroli es redueixi com a conseqüència de la davallada de l'activitat a escala mundial. Però també és possible que els mercats emergents continuïn creixent gràcies a la

Gràfic 4. Evolució de la taxa d'inflació interanual i bandes de confiança



fortalesa de la seva demanda interna i, per tant, que les seves demandes d'energia i matèries primeres també ho facin. Ara bé, també hi ha altres riscos perquè la inflació continuï creixent. L'interval per a la inflació mitjana anual per al 2008 és de 2,8-3,4%, un interval que té en compte tots aquests riscos (vegeu el gràfic 4).

Comparació amb prediccions alternatives

Les prediccions que s'han presentat s'han obtingut a partir del model macroeconòmic de l'EFN, el qual es troba detalladament descrit en l'informe de primavera de 2002. Al quadre 2 es comparen les prediccions realitzades per l'EFN per a les principals macromagnituds amb les prediccions realitzades per altres institucions com ara la Comissió Europea, l'FMI, el BCE, l'OCDE i Consensus Economics Inc. Com es pot veure, l'EFN és més pessimista per al 2008 però més optimista pel que fa a l'activitat inversora durant el 2009, clarament condicionada a què els efectes de la crisi dels mercats financers i de l'evolució dels preus de l'habitatge s'esvaeixin durant el 2009.

Les expectatives de l'EFN pel que fa a la inflació són més pessimistes que les de les institucions amb què es fa la comparació. Així doncs, la taxa d'inflació anual mitjana del 3,1% esperada per al 2008 és 0,4 punts percentuals superior a la de *Consensus Forecasts*, però només 0,2 punts percentuals superior a les dades publicades al butlletí mensual del BCE.

Quadre 2. Comparació de les prediccions de l'EFN amb prediccions alternatives

	EFN		EU*		IMF		ECB		OECD		Consensus	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2009	2009	2008	2009	2008	2009
PIB	1,4	1,7	2,2	2,1	2,1	nd	1,7	1,8	1,9	2,0	1,5	1,8
Consum privat	1,4	1,4	2,1	1,9	2,1	nd	1,4	1,7	2,1	2,1	1,4	1,7
Consum públic	1,3	1,5	2,1	2,0	1,8	nd	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5	1,7
Formació de capital fix	2,3	3,1	2,9	2,6	3,3	nd	1,8	1,8	2,2	2,4	2,3	2,4
Taxa d'atur	7,1	7,1	7,1	7,1	6,8	nd	nd	nd	6,4	6,4	7,1	7,1
IPCH	3,1	2,1	2,1	2,0	2,0	nd	2,9	2,1	2,5	2,2	2,7	2,0
IP	2,5	2,2	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	1,8	1,9

UE: Comissió Europea, *European Economy*, núm. 7, 2007 (tardor); FMI: *World Economic Outlook*, setembre 2007; BCE: *ECB Monthly Bulletin*, març 2008; OCDE: *OCDE Economic Outlook*, núm. 82, desembre 2007; Consensus: Consensus Economics Inc., *Consensus Forecasts*, març 2008. Els valors recollits pel BCE corresponen a les seves projeccions macroeconòmiques. Els valors recollits al quadre fan referència al punt mitjà dels respectius intervals de predicció.

* Segons les prediccions interines de la Comissió Europea (febrer 2008), per al 2008 el PIB de la zona euro creixerà un 1,8 i la inflació serà d'un 2,6.

Variables de l'economia mundial

Al quadre es presenten els escenaris considerats sobre el comportament de les principals variables que recullen l'estat de l'economia mundial. Per als Estats Units, suposem que el creixement del PIB estarà clarament per sota del nivell potencial durant el 2008 i es produirà una petita recuperació durant el 2009. Se suposa també que la desacceleració al Japó serà reduïda. Tot i la desacceleració, la inflació es mantindrà a nivells relativament elevats durant bona part del 2008 als Estats Units, i els preus de l'energia i l'alimentació també provocaran que el nivell de preus augmenti lleugerament al Japó. Pel que fa al preu del petroli, se suposa que es mantindrà a un nivell de 88 (90) dòlars per barril a finals de 2008 (2009). Es preveu que la debilitat del dòlar s'acabarà durant la primavera. De fet, des del punt de vista del poder de paritat de compra, el dòlar està clarament infravalorat. El supòsit d'una lleugera apreciació del dòlar és coherent amb la predicció que els Estats Units aconseguiran evitar la recessió.

Variables de l'economia mundial

	2007	2008	2009
Taxa de creixement del PIB-EUA	2,2	1,4	2,3
Preus al consum-EUA	2,8	3,4	2,3
Tipus d'interès a curt termini-EUA	4,4	2,2	3,5
Tipus d'interès a llarg termini-EUA	4,6	3,8	4,5
Taxa de creixement del PIB-Japó	2,1	1,3	1,8
Preus al consum-Japó	0,0	0,6	0,5
Tipus d'interès a curt termini-Japó	0,7	0,8	1,3
Tipus d'interès a llarg termini-Japó	1,7	1,6	2,1
Comerç mundial	5,2	5,3	6,9
Preu del petroli	92	88	90
Tipus de canvi dolar/euro	1,37	1,50	1,45
Tipus de canvi 100 ien/euro	1,61	1,60	1,54

A banda de l'evolució del comerç mundial, els tipus d'interès a llarg termini i els tipus de canvi nominal, en les prediccions de l'EFN totes les variables són exògenes. La majoria s'han extret de Consensus Economics (2008). El preu del petroli s'expressa en dòlars per barril (WTI, al final del període) i la resta de variables estan en tant per cent. Els tipus d'interès dels Estats Units a curt termini fan referència al tipus del deute públic a 3 mesos i els tipus a llarg termini fan referència al tipus del deute públic a 10 mesos. Els tipus d'interès al Japó a curt termini fan referència als nous certificats de dipòsit entre 90 i 120 dies, i els tipus a llarg termini fan referència al tipus del deute públic a 10 anys.