

CONJUNTURA · L'atonia domina la zona de l'euro

La recuperació de la zona de l'euro continua mostrant senyals de feblesa. Això s'observa tant en l'estancament del PIB del 2T com en la revisió continuada a la baixa de les perspectives de creixement per part dels principals organismes internacionals. La revisió que va dur a terme l'OCDE al setembre va ser especialment significativa, tant per la seva magnitud com pel seu abast: afecta Alemanya, França i, sobretot, Itàlia. Les dades d'activitat i de confiança publicades durant l'últim mes confirmen aquest escenari de recuperació lenta i fràgil. De tota manera, és important destacar que, malgrat que estigui sent més lenta del que s'esperava, l'escenari continua sent de recuperació. En aquest sentit, sembla que el sector exterior recupera el protagonisme que havia perdut en els últims trimestres. La ràpida actuació del Banc Central Europeu també ha ajudat a frenar el deteriorament de les expectatives de creixement, tot i que, com va recordar Mario Draghi, perquè la recuperació sigui sòlida i equilibrada a llarg termini, els països que han mostrat més símptomes de feblesa, com França i Itàlia, haurien de dur a terme reformes estructurals importants.

El PIB es va estancar en el 2T, amb unes tendències de fons grises. El desglossament del PIB per components mostra que el deteriorament es va concentrar en la variació d'existències (-0,2% intertrimestral) i en la formació bruta de capital fix (-0,3% intertrimestral). De fet, aquest últim component va frenar la tendència gradual de millora de la demanda interna. Malgrat que el component de la inversió es caracteritza per ser molt erràtic, el to dels indicadors del 3T i l'índex de confiança de la indústria no permeten un optimisme excessiu. La resta de components del PIB del 2T mostren un perfil més saludable. Destaca l'augment del consum de les llars, del 0,3%, i de les exportacions, del 0,5% en termes intertrimestrals.

Els indicadors de demanda perden força. El deteriorament dels indicadors d'inversió s'ha estès als de consum. Per exemple, l'indicador de confiança del consumidor acumula quatre mesos de descensos i es va situar en el -11,4 al setembre. Aquesta pèrdua de confiança s'observa en la desacceleració que s'ha produït en les vendes al detall del juliol, quan van créixer el 0,8% interanual, lluny de la taxa de creixement mitjana de l'1,4% del 2T.

Els índexs PMI de la zona de l'euro ratifiquen el context de feblesa i es redueixen en el 3T en relació amb el trimestre anterior. L'índex PMI compost ha passat de 53,4 punts en el 2T a 52,9 en el 3T. Tant l'índex PMI de serveis com el de manufactures acumulen dos mesos consecutius de desacceleració, tot i que es mantenen en terreny expansiu. En concret, al setembre, es van situar en els 52,8 punts i en els 50,5 punts, respectivament. Per països, destaca la recaiguda del PMI francès, que es continua situant en territori contractiu (49,1 punts al setembre), resultat que evidencia la imperiosa necessitat del país gal

Previsions del PIB de l'OCDE

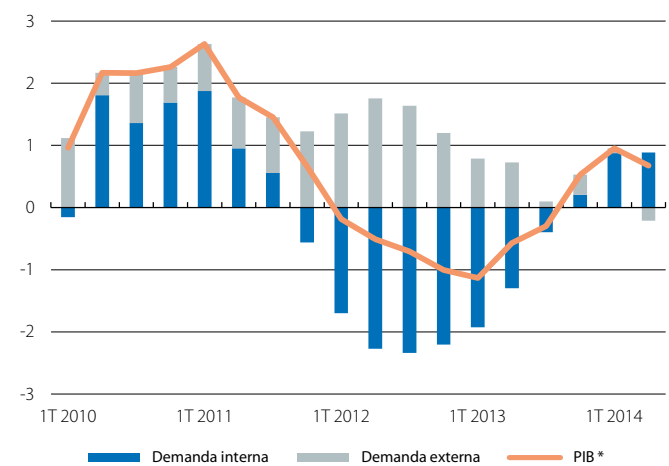
Variació interanual (%)

	PIB 2014		PIB 2015	
	Maig 2014	Setembre 2014	Maig 2015	Setembre 2015
França	0,9	0,4	1,5	1,0
Itàlia	0,5	-0,4	1,1	0,1
Alemanya	1,9	1,5	2,1	1,5
Espanya	1,0	1,2	1,5	1,6
Zona de l'euro	1,2	0,8	1,7	1,1

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'OCDE.

Zona de l'euro: PIB

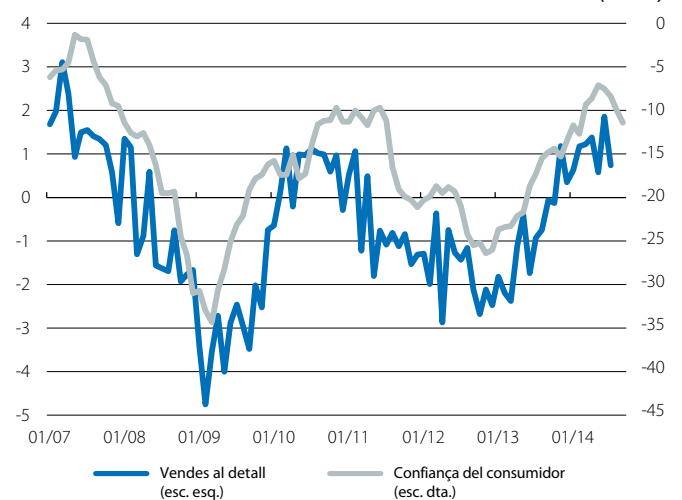
Contribució al creixement (p. p.)



Nota: * Variació interanual, %.
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

Zona de l'euro: indicadors de consum

Variació interanual (%)



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

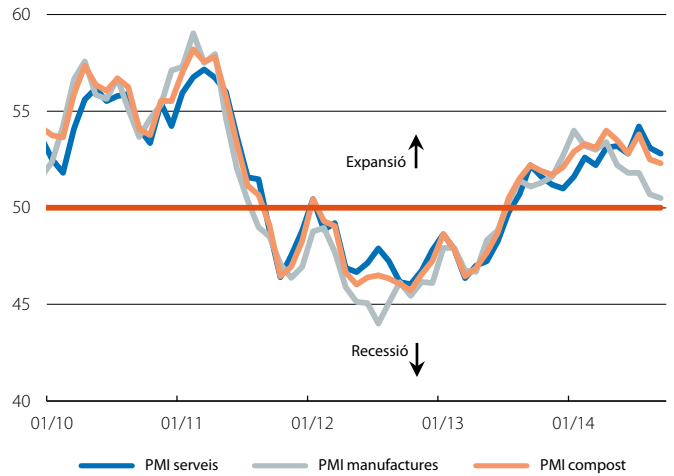
d'iniciar reformes estructurals importants. L'evolució de la producció industrial dibuixa, també, un escenari en què l'economia europea continua creixent, però a un ritme moderat. En aquest cas, al juliol, la taxa de creixement es va situar en l'1,7% interanual, 1 p. p. per damunt del registre mitjà del 2T, però, atesa la volatilitat de la sèrie, no es pot concloure que es tracti de l'inici d'una tendència ascendent.

La millora incipient al mercat laboral manté el to en el 2T, amb un augment de l'ocupació del 0,2% intertrimestral (el 0,1% en el 1T). La taxa d'atur també ha continuat millorant al conjunt de la zona de l'euro: a l'agost, es va situar en l'11,5%, cinc dècimes per sota del registre de l'agost del 2013. No obstant això, les diferències entre països continuen sent substancials. A Alemanya, la taxa d'atur es manté en mínims (el 4,9% a l'agost) i, als països perifèrics, ha experimentat una reducció important (d'1,4 p. p. a Irlanda, d'1,7 p. p. a Espanya i de 2,1 p. p. a Portugal en relació amb l'agost del 2013). En canvi, a França i a Itàlia, el mercat laboral encara no ofereix símptomes de millora. De fet, a França, la taxa d'atur de l'agost es va situar en el 10,5%, tres dècimes per damunt del registre de l'agost del 2013.

L'evolució dels preus també reflecteix un escenari més las. La taxa d'inflació de la zona de l'euro es manté en cotes extremament baixes: al setembre, es va situar en el 0,3%, una dècima per sota del registre de l'agost. La taxa d'inflació subjacent també es va moderar i va passar del 0,9% de l'agost al 0,7% del setembre. El que fa que aquesta tendència sigui especialment preocupant és que no sigui deguda a l'efecte arrossegament d'un o dos components de l'IPCH, com el preu del petroli o dels aliments frescos. La baixa taxa d'inflació és el resultat d'un afèbliment generalitzat dels preus en tots els components que formen l'IPCH (com es recull al gràfic corresponent). Aquestes tendències de fons també s'observen, de forma generalitzada, als principals països de la zona de l'euro. Així i tot, s'espera que aquesta tendència vagi canviant de rumb de manera gradual en els pròxims mesos, gràcies a la millora de la demanda interna i, sobretot, a la depreciació de l'euro (vegeu el Focus «La relació entre el valor de l'euro i la inflació» d'aquest mateix Informe).

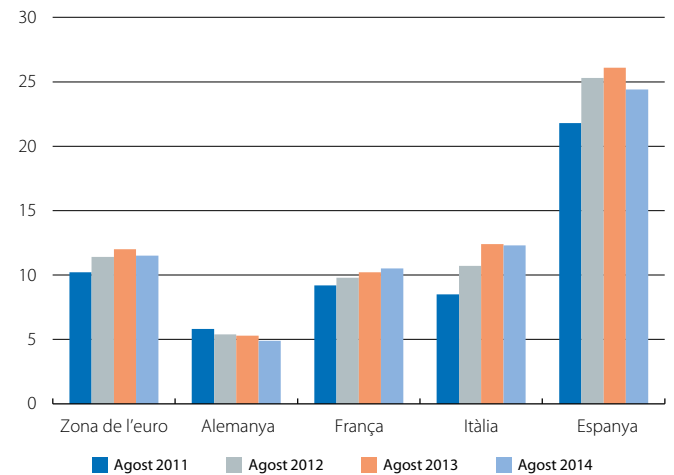
L'evolució dels preus posa el BCE en alerta. Per bé que, al juny, la màxima autoritat monetària europea ja va anunciar un paquet de mesures acomodaticies, el deteriorament de les perspectives econòmiques que s'ha produït durant l'estiu l'ha forçat a fer un nou pas endavant. Així, al setembre, va anunciar un nou programa de compra d'actius de renda fixa privada. En concret, a partir de l'octubre, el BCE comprarà titulitzacions de crèdit i cèdules hipotecàries. S'espera que aquest nou paquet de mesures, juntament amb les subhastes de liquiditat a llarg termini (TLTRO) anunciades al juny, ajudi a consolidar la incipient millora del crèdit. No obstant això, encara queden per definir importants detalls d'aquest programa, com, per exemple, en quina mesura servirà perquè els bancs puguin transferir risc. Ara com ara, la primera subhasta de liquiditat condicionada al crèdit (TLTRO), que es va dur a terme al setembre, va tenir

Zona de l'euro: indicadors d'activitat
(Index)



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

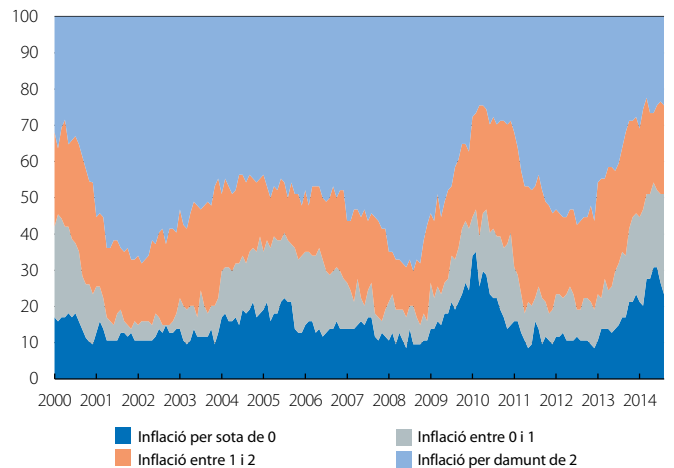
Taxa d'atur
(%)



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

Zona de l'euro: distribució dels béns de l'IPCH en funció del nivell d'inflació

Pes de cada grup (% del total)



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

menys acollida del que havien anticipat els mercats (només es va col·locar el 21% de la liquiditat disponible). De tota manera, s'espera que la participació vagi a més en la segona subhasta del desembre, ja que ja s'hauran fet públics els resultats de les proves d'estrès que està duent a terme el BCE.

El sector exterior torna a arrencar. En aquest context poc esperançador, el sector exportador ofereix una mica d'esperança. El primer semestre de l'any es va veure afectat per l'alentiment del creixement dels principals països emergents i per les tensions geopolítiques. En els últims mesos, però, tot fa pensar que aquest sector ha començat a recuperar el pols. En concret, al juliol, les exportacions de béns van avançar el 2,7% interanual (enfrent de l'1,0% de la primera meitat de l'any). Destaca, en especial, el repunt de les exportacions als EUA i a la Xina, del 10,1% interanual en els dos casos, que ajuda a esmoreir la caiguda de les vendes a Rússia, del -12,2%. A més a més, en conjunt, les perspectives són positives: les perspectives de creixement per a les principals economies emergents són favorables, i no s'espera que les tensions geopolítiques vagin a més, tot i que, en aquest cas, és més difícil saber el rumb que poden prendre (vegeu el Focus «L'impacte de la crisi russa a Alemanya i a l'Europa central», també d'aquest Informe d'octubre). Així mateix, la depreciació recent de l'euro hauria de reforçar l'avanç de les exportacions en els pròxims mesos.

Itàlia és una de les baules que dificulta la recuperació de la zona de l'euro. L'economia transalpina es troba encara sortint d'una llarga i profunda recessió econòmica, amb uns nivells d'atur molt elevats i una taxa d'inflació que es manté en cotes especialment baixes. El Govern liderat per Matteo Renzi ha anunciat la intenció de dur a terme un ampli ventall de reformes estructurals per reactivar la capacitat de creixement de l'economia italiana. Damunt la taula hi ha propostes per reduir la dualitat i incrementar la flexibilitat del mercat laboral, per agilitar el sistema judicial i per reformar la llei electoral per dotar el país de més estabilitat política. En l'últim informe de l'FMI sobre l'economia italiana, es destaca que la ferma implementació d'aquestes mesures és essencial per crear ocupació i per millorar la productivitat del país. De tota manera, malgrat les bones intencions del nou executiu, la incertesa sobre la capacitat de dur-les a terme i sobre la celeritat amb què ho faci continua sent molt elevada, de manera que les perspectives de la regió a mitjà i a llarg termini continuen sent pessimistes.

Zona de l'euro: excés de liquiditat *

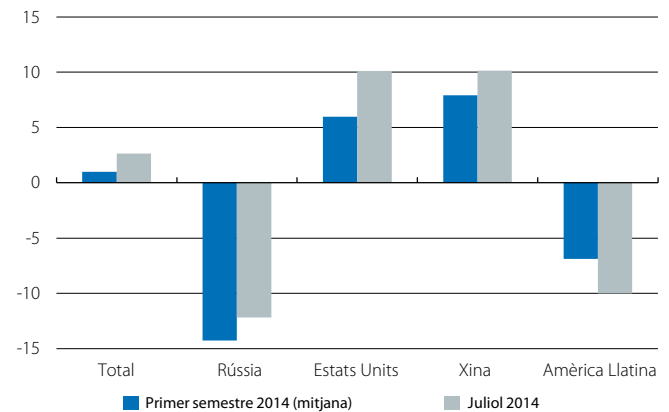
(Milers de milions d'euros)



Nota: * Actius a la vista dels bancs al BCE per damunt de les reserves obligatòries.
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

Zona de l'euro: exportacions de béns per destinació

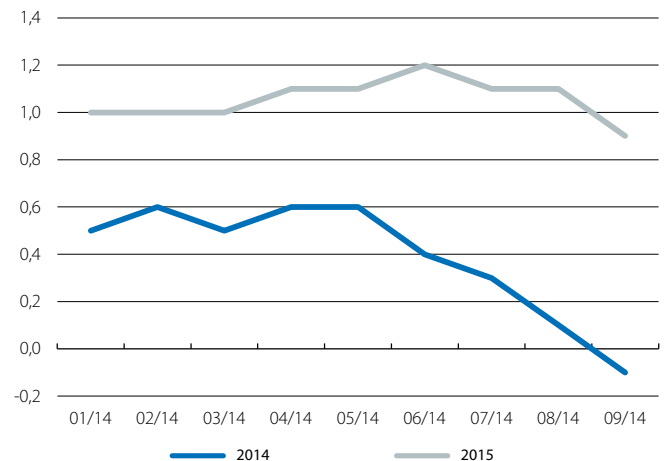
Variació interanual (%)



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

Itàlia: evolució de les previsions de creixement del PIB

Variació interanual (%)



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