

CONJUNTURA · La zona de l'euro avança sense pausa però sense pressa

L'economia de la zona de l'euro prossegueix amb una recuperació sostinguda. Malgrat els episodis d'incertesa viscuts durant l'any (la volatilitat financera de l'inici del 2016 i el referèndum del *brexít* al juny), la recuperació de la zona de l'euro s'ha mantingut sòlida. Una mostra d'això és que les últimes previsions de l'FMI situen el creixement del 2016 en el mateix 1,7% que la institució pronosticava al començament de l'any (lleugerament superior a l'1,5% que espera CaixaBank Research) i, així, desfan les revisions a la baixa de mitjan any. No obstant això, aquestes previsions reflecteixen l'absència d'acceleració en la recuperació malgrat l'estímul de la política monetària del BCE, especialment expansiva des del començament del 2015. De fet, per al 2017, s'espera una desacceleració del creixement (l'1,5%, segons l'FMI; l'1,3%, segons CaixaBank Research) per la pèrdua de força dels vents de cua (augment del preu del petroli i estabilització de l'euro) i per la incertesa política (negociacions Regne Unit-UE i votacions a Itàlia, a Àustria, als Països Baixos, a França i a Alemanya).

El PIB del 3T de la zona de l'euro sorprèn lleugerament a l'alça, amb un creixement del 0,3% intertrimestral i de l'1,6% interanual, els mateixos registres que en el trimestre anterior. Per països, es van conèixer les dades d'Espanya (el 0,7% intertrimestral) i de França (el 0,2%), on la composició del creixement mostra que el consum de les famílies va continuar estancat en el 3T (el 0,0% intertrimestral, per segon trimestre consecutiu) i el creixement de la inversió va tornar al terreny positiu (el 0,3%). Així, la barreja de llums i ombres en la dinàmica de l'economia gal·la continua sense esvaïr els dubtes sobre la recuperació de l'economia francesa. D'altra banda, destaca la dada del Regne Unit, amb un avanç del 0,5% intertrimestral que ha sorprès el consens d'analistes (es pronosticava el 0,3%). No obstant això, el desglossament sectorial mostra que només el sector serveis va tenir un creixement positiu (el 0,8% intertrimestral), mentre que la producció va recular a l'agricultura, a la indústria i a la construcció, i indica que l'economia britànica es continuarà desaccelerant arran del *brexít*.

Els indicadors d'activitat apunten a un ritme d'avanç moderat. Tant els primers indicadors disponibles del 4T 2016 com els que encara es van publicant del 3T 2016 descriuen una recuperació de la zona de l'euro que prossegueix a un ritme estable. En aquest sentit, la producció industrial va repuntar a l'agost el 0,8% (variació interanual mitjana dels tres últims mesos) i es va acostar a la mitjana del 2T 2016 (el 0,9%). A més a més, l'índex PMI es manté còmodament en la zona compatible amb l'expansió econòmica (per damunt de 50 punts) i, a l'octubre, va augmentar fins als 53,7 punts, la qual cosa compensa el lleuger deteriorament experimentat després del resultat del referèndum sobre el *brexít*. Finalment, en el mateix

Zona de l'euro: previsions de l'FMI

Variació anual (%)

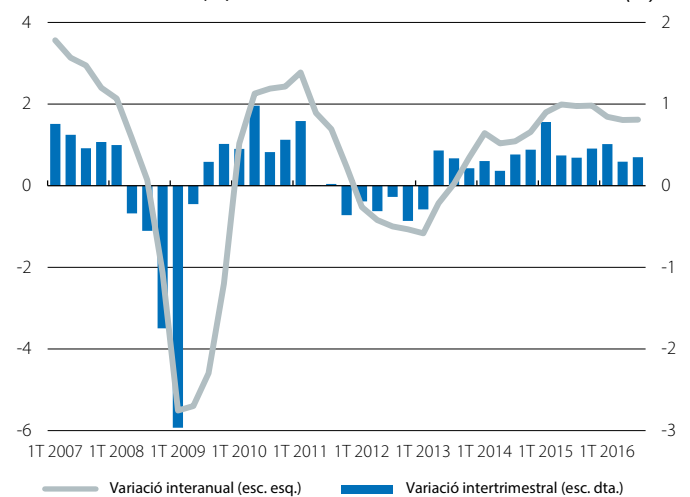
	2015	Previsió PIB		Variació en relació amb previsió juliol 2016	
		2016	2017	2016	2017
Zona de l'euro	2,0	1,7	1,5	▲ 0,1	▲ 0,1
Alemanya	1,5	1,7	1,4	▲ 0,1	▲ 0,2
França	1,3	1,3	1,3	▼ 0,2	▲ 0,1
Itàlia	0,8	0,8	0,9	▼ 0,1	▼ 0,1
Espanya	3,2	3,1	2,2	▲ 0,5	▲ 0,1

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, octubre del 2016).

Zona de l'euro: PIB

Variació interanual (%)

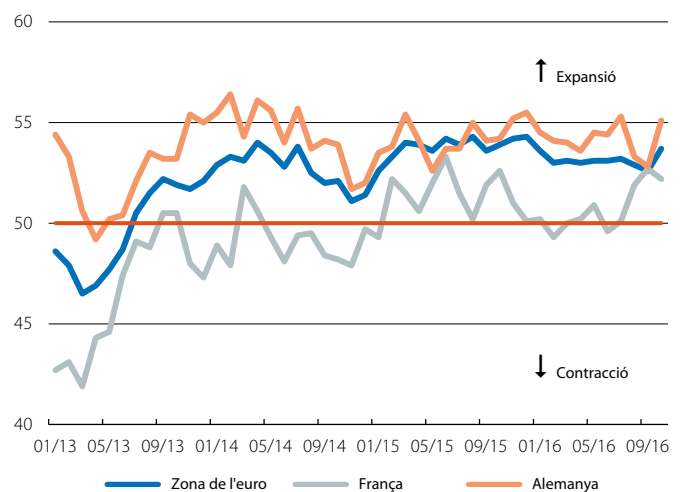
Variació intertrimestral (%)



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

Indicador d'activitat PMI compost

Nivell



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

to, l'índex de sentiment econòmic (ESI) de la zona de l'euro va assolir màxims anuals en situar-se en els 106,3 punts a l'octubre (+1,4 punts en relació amb el setembre). Per països, els indicadors destaquen l'impuls d'Alemanya, amb una recuperació de la producció industrial a l'agost (del 0,5%) i una millora important de l'índex PMI (fins als 55,1 punts a l'octubre, el millor registre de l'any) i de l'ESI (en els 108,7 punts a l'octubre, el màxim de l'any).

La demanda domèstica manté l'embranchada de la recuperació.

Les primeres dades del 4T 2016 evidencien la continuïtat del bon to en el consum de les llars. En concret, l'índex de confiança del consumidor de la zona de l'euro va mostrar estabilitat a l'octubre amb un registre de -8,0 punts, lleugerament millor que la mitjana de -8,2 del 3T. Així mateix, els indicadors que es van coneixent del 3T suggereixen que el consum privat va tenir un paper important en l'avanç de l'activitat. En particular, les vendes al detall van augmentar, de mitjana, l'1,5% interanual en els mesos de juliol i d'agost, una xifra similar a la del 2T i que continua situant el consum privat com un dels principals suports de la recuperació de la zona de l'euro.

El repunt de la inflació prossegueix segons les previsions.

L'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) de l'octubre mostra que la inflació general de la zona de l'euro va augmentar fins al 0,5%, 1 dècima per damunt de la dada del setembre, mentre que la subjacent es va desaccelerar lleugerament fins al 0,7%, 0,1 p. p. per sota del registre anterior. L'avanç de la inflació general respon a la menor caiguda del component energètic, i, en aquest sentit, en els propers mesos, esperem continuar observant una recuperació sostinguda amb la desaparició gradual de l'efecte base de les caigudes del preu del petroli observades el 2014 i el 2015. La inflació subjacent, per la seva banda, augmentarà de manera gradual gràcies a l'avanç de l'activitat.

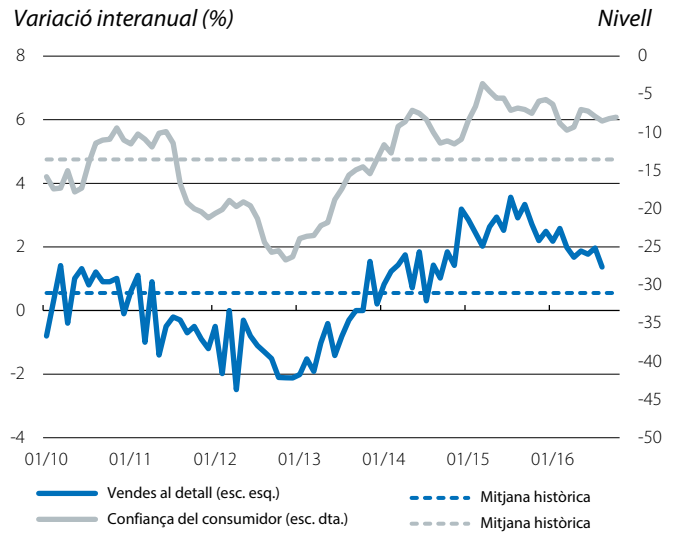
La consolidació de la recuperació es produeix en un entorn exterior desfavorable.

Les últimes dades disponibles, del juliol del 2016, mostren que la demanda domèstica de la UE és la que empeny les exportacions dels diferents països europeus i la que contraresta el descens de la demanda exterior. Les xifres mostren que les exportacions cap a fora de la UE s'han contret, en termes reals, des del setembre del 2015. No obstant això, en els dos últims anys, les exportacions intraeuropees es continuen expandint de manera sostinguda (amb l'excepció del maig del 2016), esperonades per la recuperació de la demanda interna. D'aquesta manera, la solidesa de la recuperació domèstica ha permès mitigar l'impacte de la desacceleració de les economies emergents el 2016.

El nivell de deute públic es manté elevat.

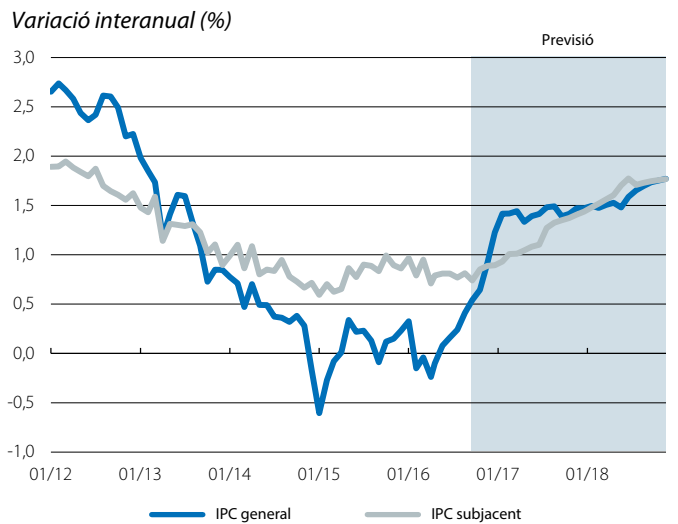
Malgrat que continua la reducció del dèficit públic, que, al conjunt de la zona de l'euro, es va situar en l'1,5% del PIB en el 2T 2016, el deute dels estats s'ha mantingut estable i per damunt del 90% del PIB. En concret, en el 2T 2016, el deute públic representava el 91,2% del PIB al conjunt de la zona de l'euro, gairebé el mateix nivell que en el 3T 2015 (el 91,5%). Aquesta estabilitat, però, amaga comportaments dispars entre països. D'una banda, el deute

Zona de l'euro: indicadors de consum



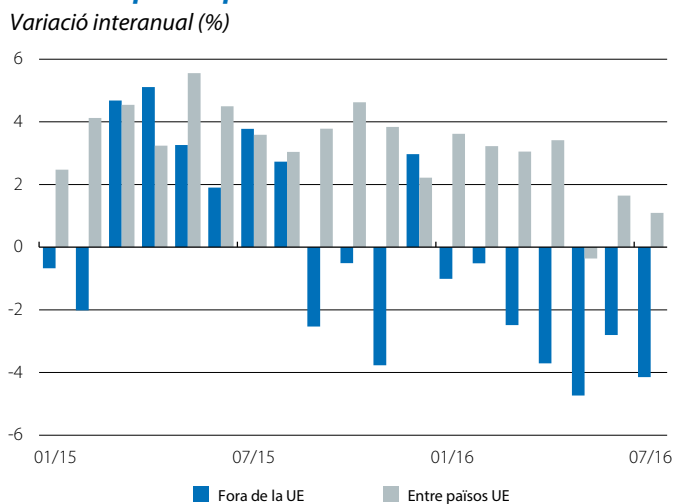
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Zona de l'euro: IPC harmonitzat



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

Unió Europea: exportacions *



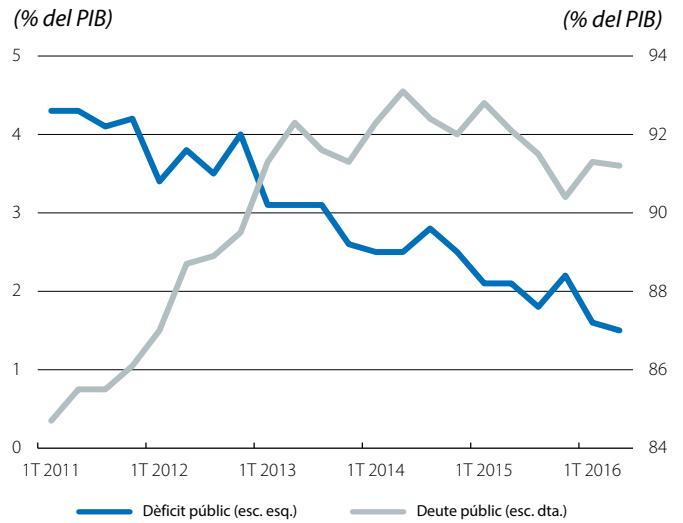
Nota: * Dades a preus constants. Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

públic es redueix més de pressa als països que partien, el 2015, d'un nivell de deute menor, com Alemanya (el 70,1% en el 2T 2016, -2,5 p. p. en relació amb el 2T 2015), Irlanda (el 77,8% en el 2T 2016, -13 p. p. en relació amb el 2T 2015) i els Països Baixos (63,7 p. p. en el 2T 2016, -3,3 p. p. en relació amb el 2T 2015). De l'altra, en un altre grup de països, l'endeutament s'ha mantingut estable o, fins i tot, ha augmentat (Bèlgica, Espanya, França, Itàlia, Àustria i Portugal). Atès que aquest segon grup té uns nivells d'endeutament públic més elevats, és important que canalitzin la reducció del deute per assolir nivells més sostenibles. A més a més, en un context en què el pes de les mesures d'estímul recau desproporcionadament sobre la política monetària, també és important que els països amb prou marge fiscal l'aprofitin per impulsar el creixement i permetin un major equilibri entre les polítiques monetària i fiscal.

Les condicions financeres continuen sent molt laxes i donen suport a la recuperació de la demanda domèstica. L'enquesta de préstecs bancaris del BCE mostra que, en el 3T, les llars van disposar de més facilitats per accedir a préstecs al consum i per a la compra d'habitatge, mentre que les empreses es van continuar beneficiant del relaxament obtingut en els trimestres anteriors. L'enquesta indica que aquest relaxament dels criteris d'aprovació de préstecs és degut, en gran part, a les pressions competitives al sector bancari. Precisament, aquestes pressions competitives s'uneixen a un entorn de tipus d'interès negatius que pressiona la rendibilitat del sector, la qual cosa, al seu torn, resta efectivitat a la política monetària expansiva del BCE. Per reduir la responsabilitat d'estimular l'economia que recau sobre la política monetària, és important que no es perdi impuls en el procés de reformes estructurals i que la política fiscal procuri mantenir una composició més favorable al creixement.

La incertesa política s'afegeix al feble creixement a Itàlia. Les previsions de creixement d'Itàlia se situen en el 0,9% per al 2016 i en el 0,8% per al 2017, però l'absència d'una estratègia integral per solucionar els problemes de la banca (que té un elevat nivell de crèdits dubtosos) és un important focus d'inestabilitat. A més a més, el proper 4 de desembre, se celebra el referèndum sobre la reforma constitucional italiana, que persegueix facilitar el procés legislatiu. El gran nombre d'indecisos que mostren les enquestes (superior al 30%) manté elevada la incertesa al voltant del resultat, i una victòria clara del «no» podria fer perillar l'estabilitat política i l'impuls reformista.

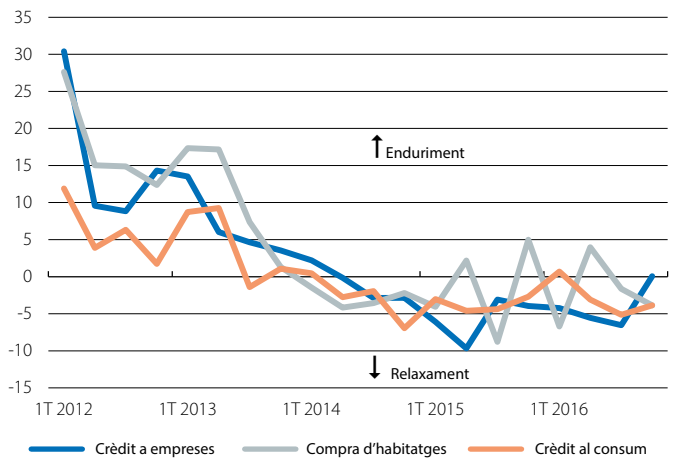
Zona de l'euro: dèficit i deute públic



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

Zona de l'euro: enquesta sobre préstecs bancaris

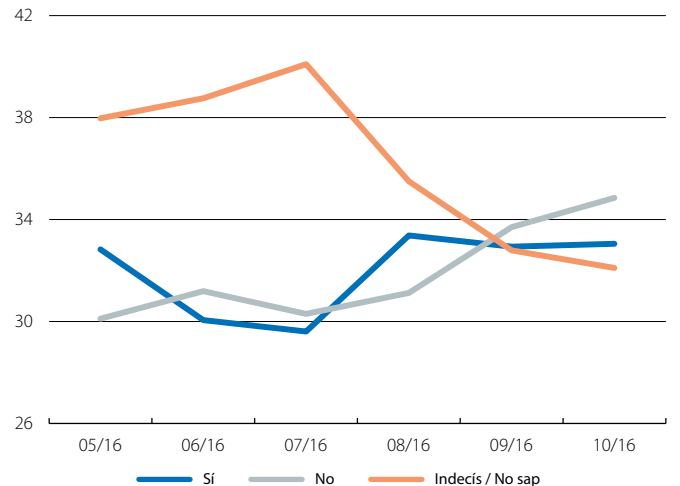
Entitats que endureixen (+) o relaxen (-) els criteris d'aprovació dels préstecs (% net)



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

Referèndum constitucional a Itàlia: sondejos

Intenció de vot (% sobre el total)



Font: CaixaBank Research, a partir d'un conjunt d'enquestes.