

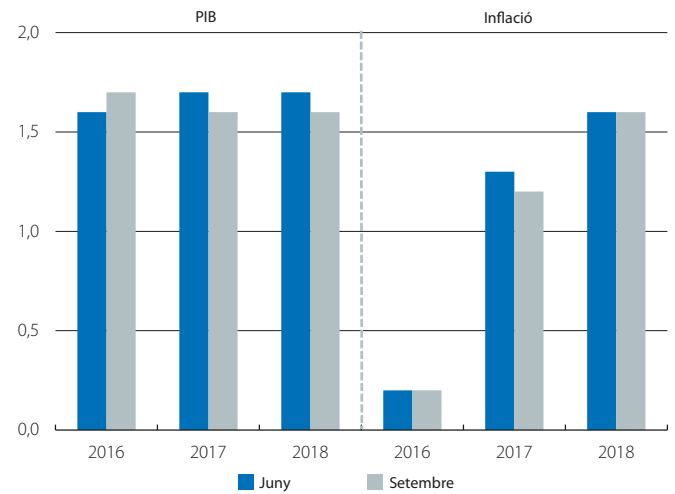
CONJUNTURA · Prosegueix la recuperació de la zona de l'euro a un ritme lent però ferm

El creixement de la zona de l'euro es consolida en cotes moderades i amb riscos a l'horitzó. El repunt de la incertesa causada pel *bretxit* ha tingut un impacte més contingut del que s'havia anticipat a la zona de l'euro. Així, les previsions de CaixaBank Research, com les de la majoria d'analistes, situen el creixement del PIB al voltant de l'1,5% el 2016 i en l'1,3% el 2017. S'espera que la demanda interna i, en particular, el consum de les llars continuïn sent els pilars de la recuperació, tot i que el sector exterior guanyarà protagonisme de forma gradual. Una altra mostra de l'impacte limitat que s'espera que tingui el *bretxit* a la zona de l'euro, com a mínim a curt termini, és que el BCE ha mantingut gairebé sense canvis les seves previsions econòmiques. De fet, la institució va revisar lleugerament a l'alça la previsió de creixement per al 2016, fins a l'1,7%, lleugerament per damunt de les previsions de CaixaBank Research. En canvi, va efectuar una lleugera revisió a la baixa en les previsions per al 2017 i el 2018, que va deixar en l'1,6%. En conjunt, per tant, s'espera que, a mitjà termini, la zona de l'euro continuï creixent a taxes similars a les observades en els últims trimestres. De tota manera, la incertesa continua sent elevada, i el *bretxit* es manté com una de les principals fonts de risc. En aquest sentit, la *premier* Theresa May ha anunciat que demanarà formalment la sortida del Regne Unit de la UE abans del final de març. A partir d'aquest moment, començaran les negociacions, i la sortida podria ser efectiva el 2019. L'impacte econòmic del *bretxit* a mitjà i a llarg termini (per al Regne Unit i per a la UE) dependrà del procés negociador i de la nova relació que, finalment, s'acordi entre el Regne Unit i la UE.

El sector exterior, clau en l'avanç de la zona de l'euro en el 2T. En concret, el creixement del PIB va ser del 0,3% intertrimestral, i l'aportació de la demanda externa al creixement va ser de 0,4 p. p. L'aportació de la demanda interna, per tant, va ser de -0,1 p. p. De tota manera, cal interpretar aquestes dades amb cautela. La contribució negativa de la demanda interna va ser deguda, sobretot, a la caiguda dels inventaris, mentre que el consum de les llars va continuar avançant a un ritme notable. Atesa l'elevada volatilitat que solen presentar els inventaris i la major inèrcia del consum de les llars, tot fa pensar que, en els propers trimestres, la demanda interna continuarà donant suport al creixement. Cal destacar, com ja ha estat la tònica habitual en els trimestres anteriors, el ritme d'avanç dispar entre països, amb Espanya i Alemanya creixent a un ritme molt superior al de Portugal, França i Itàlia.

Els indicadors d'activitat apunten a un ritme de creixement similar en els propers trimestres. Així ho reflecteix, per exemple, l'índex PMI compost de la zona de l'euro per al 3T, que es va situar en els 52,9 punts, un registre gairebé calcat al del 2T, en concret de 53,1 punts. Una altra mostra d'això l'ofereix l'índex de sentiment econòmic, que es va mantenir en el 3T en els

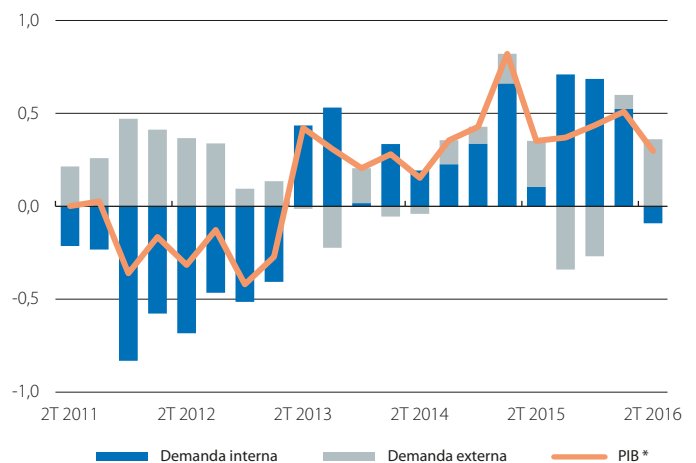
Zona de l'euro: previsions del BCE de PIB i inflació



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

Zona de l'euro: PIB

Contribució al creixement intertrimestral (p. p.)

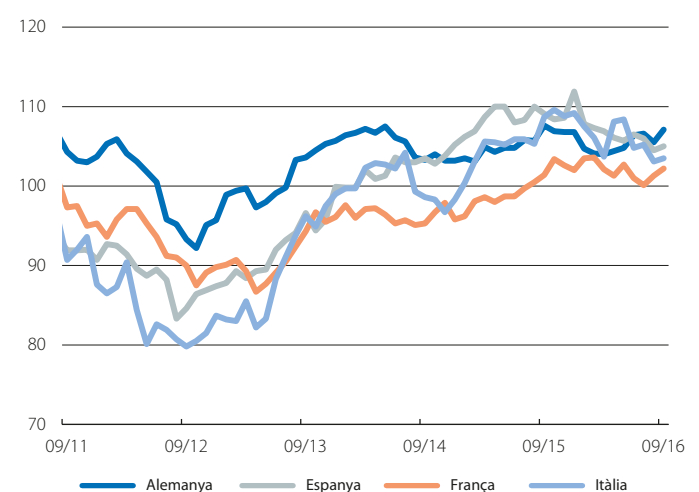


Nota: * Variació intertrimestral (%).

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

Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic

Nivell



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

104,3 punts, un registre que també és molt similar al del 2T. Els riscos a la baixa, però, no són menors. L'índex de producció industrial, per exemple, va créixer el 0,2% al juliol (mitjana de la variació interanual dels tres últims mesos), un ritme menor al dels primers mesos de l'any, i la tendència de fons que es percep al sector industrial és de clara desacceleració.

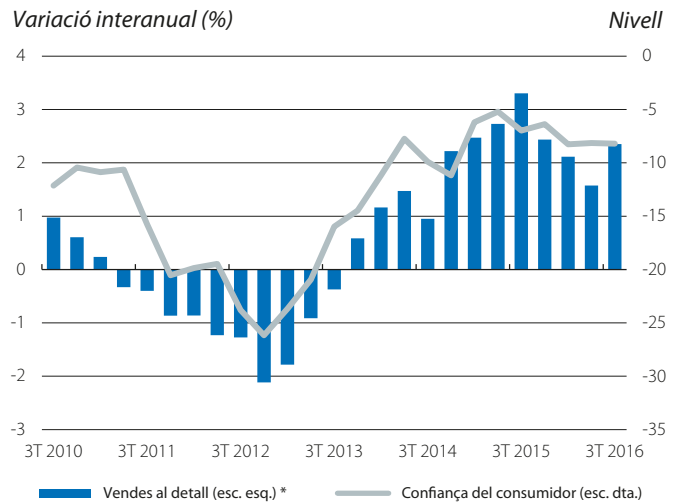
Continua la bona tònica del consum de les llars. Les vendes al detall de la zona de l'euro van accelerar el creixement fins al 2,4% interanual al juliol, un ritme superior a l'experimentat en la primera meitat de l'any (l'1,8%) i a la mitjana històrica (el 0,7%). Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor de la zona de l'euro per al 3T es va situar en els -8,2 punts, un nivell similar al del primer semestre (-8,1). A més a més, s'espera que la tendència que dibuixen aquests indicadors es mantingui en els propers trimestres, ja que els principals factors de suport (manteniment del ritme de creació d'ocupació, confiança en la capacitat de recuperació i condicions financeres laxes) continuaran actius.

La recuperació del mercat laboral es consolida i apunta l'avanç del consum de les llars. En el 2T 2016, l'ocupació va augmentar l'1,5% interanual a la zona de l'euro, un ritme una mica superior al dels dos trimestres anteriors. Per països, destaca el ritme de creació d'ocupació a Alemanya (el 2,5%) i a Espanya (el 2,3%), mentre que, a Itàlia (el 2,0%) i, en particular, a França (el 0,5%), es manté una mica més endarrerit. La taxa d'atur, per la seva banda, es va situar en el 10,1% a l'agost, 6 dècimes per sota del nivell d'un any abans. També en aquest cas els nivells continuen sent molt dispars entre països. Pel que fa als costos salarials, en el 2T 2016, l'increment interanual va ser del 0,9%, 1,3 p. p. per sota del trimestre anterior. Aquesta disminució va ser deguda, en gran part, al sorprenent menor increment salarial observat a Alemanya (del 2,7% en el 1T 2016 a l'1,1% en el 2T 2016).

Es consolida l'avanç de la inflació a la zona de l'euro. L'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) de la zona de l'euro va avançar el 0,4% interanual al setembre, un registre 2 dècimes superior al del mes anterior, gràcies, sobretot, a la menor caiguda del component energètic. Per la seva banda, la inflació subjacent es va mantenir estable en el 0,8% per cinquè mes consecutiu. Les previsions de CaixaBank Research consideren que la inflació es continuarà recuperant, amb el suport de l'augment progressiu del preu del petroli i de la recuperació de la demanda interna.

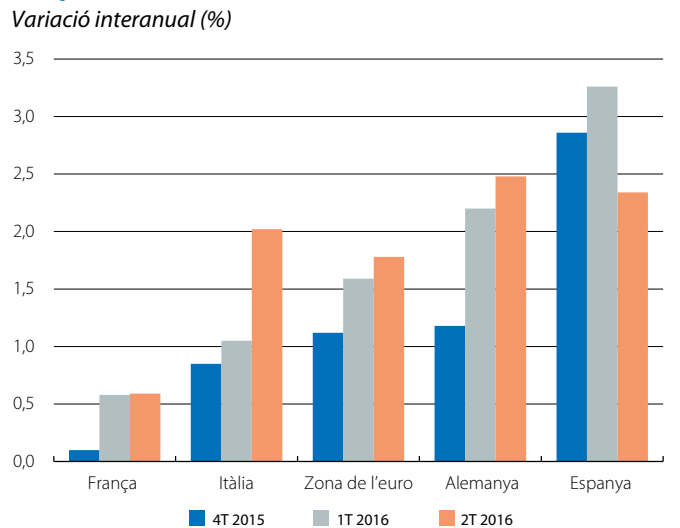
El superàvit per compte corrent continua en nivells elevats. En concret, va arribar als 343.000 milions d'euros al juliol (acumulat de 12 mesos), un registre que se situa una mica per damunt de la mitjana de la primera meitat de l'any i que continua dibuixant una via alcista similar a la dels últims anys. La fortalesa del saldo corrent rau, sobretot, en l'augment del superàvit del compte de béns (362.000 milions d'euros al juliol), que, en part, ha estat esperonat, en els últims trimestres, per la caiguda del preu del petroli. Un altre element que impulsa les exportacions europees és la depreciació de l'euro. Mentre que és probable que l'efecte del preu del petroli comenci a revertir

Zona de l'euro: indicadors de consum



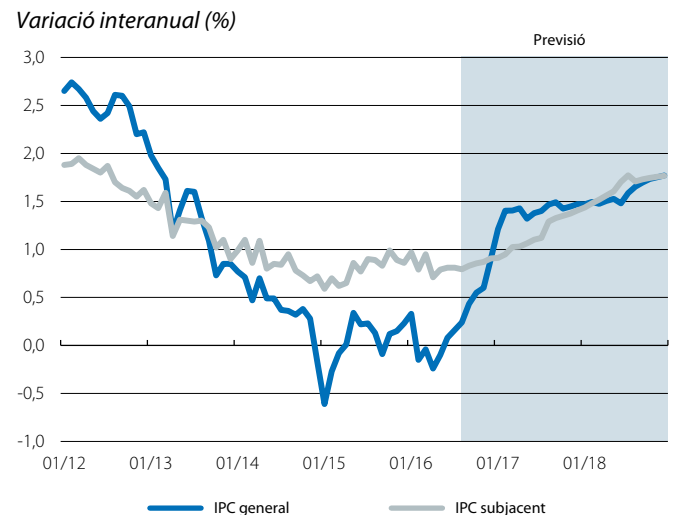
Nota: * 3T 2016 inclou, només, les dades del juliol.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.

Ocupació



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat



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

en els propers trimestres, atès que esperem que consolidi una tendència alcista gradual, l'efecte de la depreciació de l'euro es mantindrà actiu, en part a causa del manteniment de la política monetària ultralaxa del BCE. A tot plegat, a més a més, s'afegirà una demanda global que, a poc a poc, anirà recuperant la força perduda en els últims trimestres. En conjunt, per tant, esperem que el sector exterior torni a recuperar un cert protagonisme.

El BCE mantindrà les condicions monetàries acomodaticies.

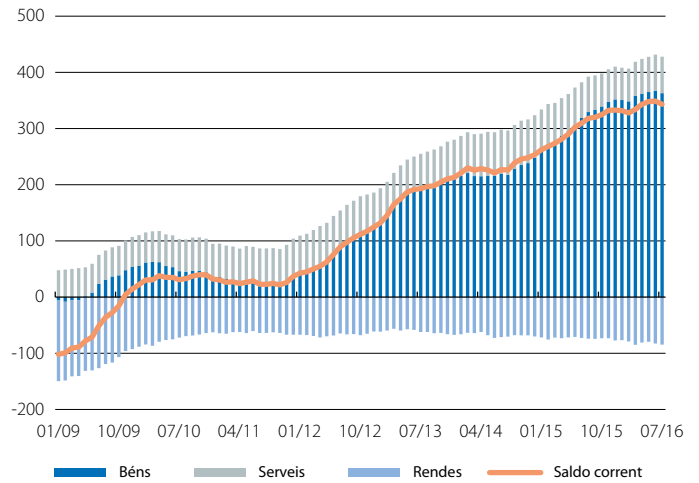
El BCE, en la reunió de setembre, va deixar la política monetària sense canvis i va insistir que l'entorn acomodaticí es mantindrà els propers trimestres. Tot i que el creixement de la zona de l'euro continua sent relativament baix, l'impacte de les mesures del BCE és important. L'M3, per exemple, creix per damunt del 5% interanual, de mitjana, des del gener del 2015. Una altra mostra de l'efecte de les mesures del BCE és el relaxament de les condicions d'accés al crèdit, que es tradueix en una major concessió de préstecs. No obstant això, cal apuntar que les polítiques impulsades pel BCE no estan lliures de riscos, ja que poden generar una mala assignació dels recursos i una excessiva presa de riscos. A més a més, cada vegada és més evident que el marge d'actuació del BCE és ja molt limitat. Per tant, cal esperar que el gros de l'actuació de política econòmica s'orienti cap a la política fiscal, als pocs països que disposen d'un cert marge, i, sobretot, cap a les reformes estructurals, àrea en què tots els països tenen recorregut.

La Comissió Europea demana que s'insisteixi més en les reformes estructurals i que s'utilitzi de forma adequada el marge fiscal disponible.

En concret, la Comissió Europea suggereix que un element que pot reactivar el creixement a curt i a llarg termini és la inversió en infraestructures. Per aquest motiu, ha ampliat la durada i la dimensió del Fons Europeu d'Inversions Estratègiques (FEIE), també conegut com el Pla Juncker. Aquesta prolongació del FEIE, gestionat pel Banc Europeu d'Inversions (BEI), hauria d'incrementar la seva capacitat de finançament fins als 500.000 milions d'euros el 2020. L'èxit final del pla dependrà de les inversions que es triïn i de l'èxit a l'hora d'atreure el finançament privat. No obstant això, la mesura il·lustra la voluntat de la Comissió Europea de donar més pes a la inversió per augmentar les perspectives econòmiques de la zona de l'euro.

Zona de l'euro: saldo corrent

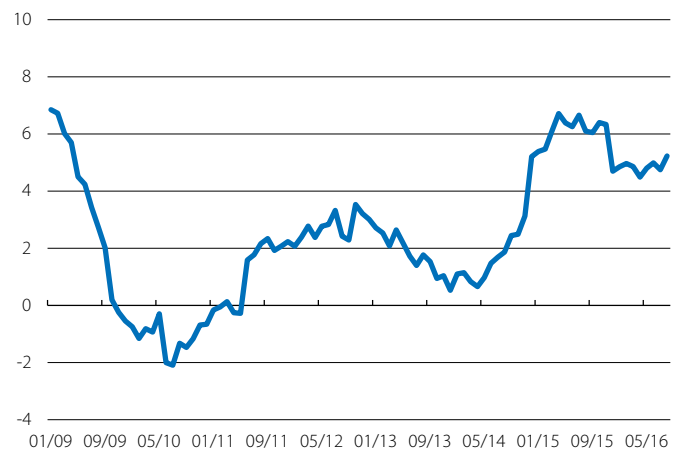
Milers de milions d'euros (acumulat de 12 mesos)



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

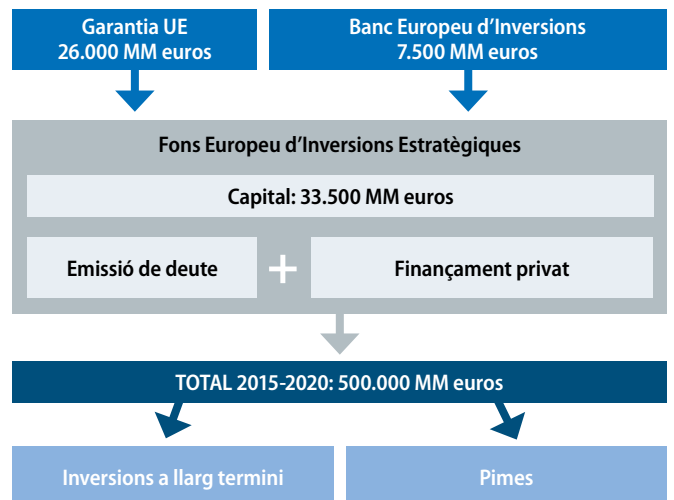
Agregat monetari M3

Variació interanual (%)



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

Ampliació del Fons Europeu d'Inversions Estratègiques (FEIE)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.