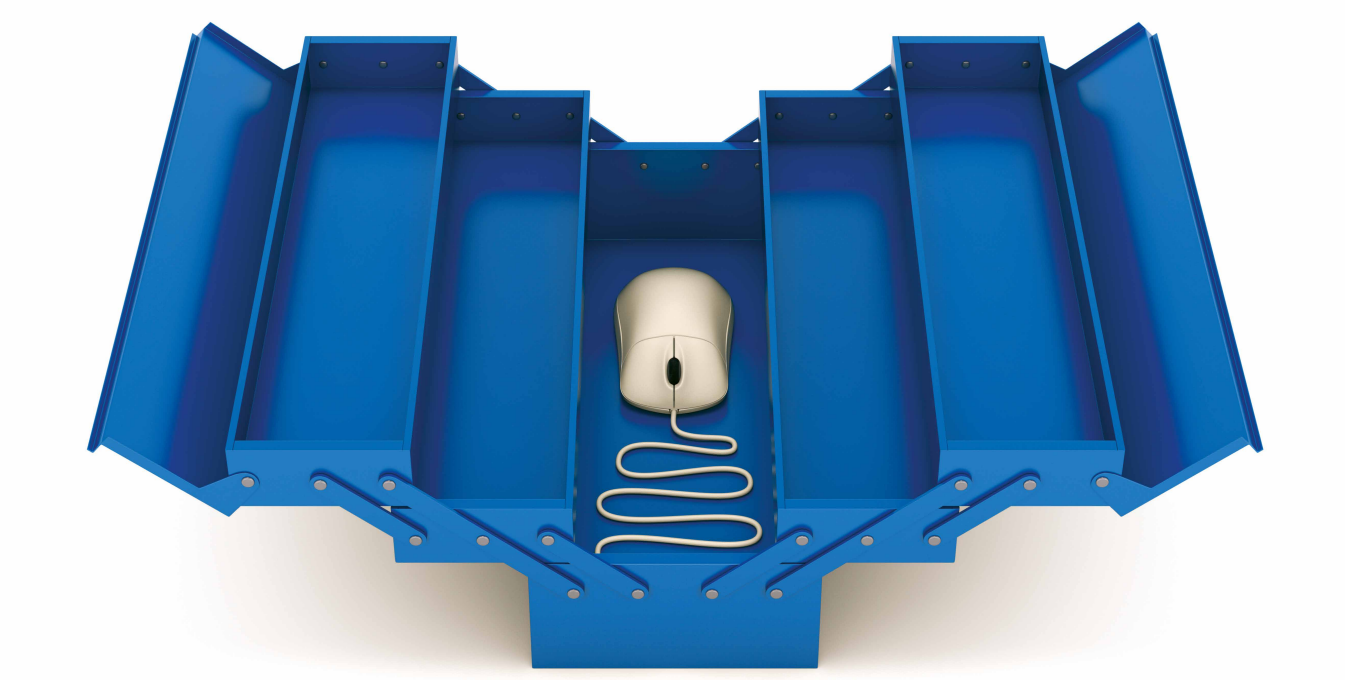
IM11

INFORME MENSUAL
NÚMERO 406 | NOVEMBRE 2016



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Borses dels països emergents: el torn dels factors interns

ECONOMIA INTERNACIONAL
Deute emergent: un flanc feble davant la normalització monetària de la Fed

UNIÓ EUROPEA
Els mercats de treball de la zona de l'euro després de la crisi: reality-check

ECONOMIA ESPANYOLA
La qualitat de l'ocupació: Espanya en el context internacional

DOSSIER: INDÚSTRIA 4.0

La indústria com a eix de transformació: passat, present i futur

La indústria ha mort! Llarga vida a la indústria!

La nova política industrial: reptes i oportunitats

El futur de la indústria a Espanya

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Novembre 2016

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6
08028 BARCELONA
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Data de tancament d'aquesta edició:
31 d'octubre de 2016

Enric Fernández
Director Corporatiu de Planificació Estratègica i Estudis

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia

Avelino Hernández
Director de Mercats Financers

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

6 MERCATS FINANCERS

9 *Borses dels països emergents: el torn dels factors interns*

10 *Les claus de l'FMI per a l'estabilitat financera mundial a mitjà termini*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Deute emergent: un flanc feble davant la normalització monetària de la Fed*

16 *El sistema financer xinès: un gegant amb peus de fang?*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *Els mercats de treball de la zona de l'euro després de la crisi:* reality-check

22 *Ajust fiscal a la perifèria: una feina a mig fer*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *La qualitat de l'ocupació: Espanya en el context internacional*

28 *La demanda d'habitatge: un creixement desigual*

29 *Turisme, un any excepcional?*

32 DOSSIER: INDÚSTRIA 4.0

32 *La indústria com a eix de transformació: passat, present i futur*
Carlos Martínez Sarnago

34 *La indústria ha mort! Llarga vida a la indústria!*
Adrià Morron Salmeron

36 *La nova política industrial: reptes i oportunitats*
Javier Garcia-Arenas

38 *El futur de la indústria a Espanya*
Josep Mestres Domènech

El futur de la indústria

Durant els 20 anys que van del 1995 al 2015, la indústria espanyola va perdre el 15% de llocs de treball, mentre que la resta de sectors de l'economia van guanyar el 37% d'ocupacions. No es tracta d'un fenomen exclusiu d'Espanya: el procés de desindustrialització afecta, de forma generalitzada, les economies avançades i, en algunes, com la dels EUA, fa més de mig segle que dura.

Aquest procés es caracteritza per la confluència de tres factors: la reducció de l'ocupació de la indústria en termes absoluts i relatius (el pes de l'ocupació industrial va passar, a Espanya, del 19,0% del 1995 al 12,7% del 2015); en menor mesura, una caiguda de la contribució del valor afegit del sector al total del producte interior brut (a Espanya, del 19,5% al 16,4% durant el mateix període), i, en contrast, un augment del valor afegit del sector en termes reals (el +33% en aquests 20 anys i el +56% per persona ocupada).

Les raons que expliquen la desindustrialització són múltiples, però la fonamental és que la indústria es beneficia més del progrés tecnològic que el conjunt dels altres sectors. L'automatització o robotització dels processos impulsa la productivitat i permet produir molt més amb menys, la qual cosa acaba desplaçant una part de l'ocupació de la indústria a altres sectors. A aquest efecte tecnològic se n'afegeixen d'altres que també milloren la productivitat, com la subcontractació o *outsourcing* de determinats serveis (per exemple, la gestió comptable) i la deslocalització o *offshoring* de part de la producció a altres països, gràcies a la globalització i a l'enlairament de les economies emergents. Pel costat de la demanda, també és un fet contrastat que, a mesura que les economies es desenvolupen, la demanda de serveis tendeix a créixer més ràpidament que la de béns.

Malgrat que l'origen del procés de desindustrialització cal buscar-lo en un factor sens dubte positiu, com són les millores de la productivitat, la veritat és que el fenomen s'observa, sovint, amb suspicàcia i preocupació. I hi ha motius perquè sigui així. D'una banda, perquè la pèrdua de pes de la indústria també és deguda, en part, a un seguit d'impediments mitigables amb polítiques econòmiques adequades. I, de l'altra, perquè aquest procés de desindustrialització no beneficia tothom (per a qui perd la feina, que el conjunt de l'economia creixi no és cap consol).

Alguns proposen receptes aparentment senzilles per minimitzar la pèrdua de llocs de treball a la indústria i promoure un procés de reindustrialització: barreres a les importacions i subsidis directes al sector. És l'enfocament de Donald Trump, per exemple, però la història econòmica està repleta de fracassos rotunds d'aquest tipus de polítiques, que han acabat promovent la corrupció i la ineficiència més que un desenvolupament sostenible. Aquest enfocament podria provocar, a més a més, una escalada de mesures proteccionistes a nivell global i una reculada de l'economia mundial, com ja va succeir durant la Gran Depressió.

Les polítiques industrials clàssiques, mitjançant les quals un Govern pretén promoure directament el desenvolupament de determinades indústries, tampoc no tenen un bon *track record.* Al capdavall, és molt difícil preveure quines indústries tenen més probabilitats d'èxit en la seva expansió.

Una estratègia no tan senzilla, però més efectiva, requereix adoptar mesures en diverses dimensions: compensar les persones que perden la feina per la innovació tecnològica i per la globalització (per exemple, amb programes de formació i d'ajuda en la recerca d'una nova feina); disposar d'un sistema educatiu adaptat a les noves demandes de la indústria, com una formació professional moderna; promoure infraestructures que tinguin sentit des d'un punt de vista cost-benefici, com el corredor Mediterrani, i replantejar les regulacions que frenen el creixement de la dimensió de les empreses, que castiguen en especial el sector industrial. La qüestió ja no és discriminar positivament un sector. Es tracta, si més no, de no penalitzar-lo.

Enric Fernández
Economista en cap
31 d'octubre de 2016

CRONOLOGIA

OCTUBRE 2016

29 Mariano Rajoy és investit president del Govern espanyol.

SETEMBRE 2016

21 El Banc del Japó reajusta els instruments de política monetària ultraexpansiva amb la finalitat d'aconseguir una corba de tipus amb més pendent.

AGOST 2016

4 El Banc d'Anglaterra retalla el tipus oficial fins al 0,25% i sorprèn amb més mesures expansives de les que s'esperava.

JULIOL 2016

11 El primer ministre japonès, Shinzo Abe, aprova un nou paquet d'estímul fiscal.
27 El Consell Europeu anul·la les multes a Espanya i a Portugal per no haver adoptat mesures eficaces per corregir el dèficit excessiu i fixa uns nous marcs pressupostaris.
29 Es publiquen els resultats del test d'estrès de l'EBA.

JUNY 2016

23 El Regne Unit vota sortir de la UE i es desencadenen fortes turbulències als mercats internacionals.
26 Se celebren eleccions generals anticipades a Espanya.
29 El BCE restitueix l'elegibilitat del deute públic grec com a garantia en les operacions regulars de finançament del banc central i reconeix el compromís del Govern grec per aplicar les mesures d'ajust acordades.

MAIG 2016

11 El Senat del Brasil destitueix de forma temporal la presidenta Dilma Rousseff, situació que ha intensificat la inestabilitat política del país.
18 La Comissió Europea proposa uns nous objectius de dèficit públic a Espanya, l'aprovació dels quals s'ajorna fins al juliol, juntament amb la decisió sobre la multa per l'incompliment del dèficit el 2015.
24 L'Eurogrup aprova la primera revisió del programa d'ajuda financera a Grècia i el desemborsament del segon tram (10.300 milions d'euros). També acorda que s'allargaran els venciments i que s'ajornarà el pagament d'interessos del deute públic, però sense concretar detalls.

AGENDA

NOVEMBRE 2016

1-2 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (octubre).
7 Índex de producció industrial (setembre).
13 PIB del Japó (3T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (setembre).
21 Comerç exterior (setembre).
24 Comptabilitat nacional trimestral (3T).
29 Avanç IPC (novembre).
Execució pressupostària de l'Estat (octubre).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (novembre).
30 Balança de pagaments (setembre).

DESEMBRE 2016

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
5 Índex de producció industrial (octubre).
8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
13 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
15-16 Consell Europeu.
16 Enquesta trimestral de cost laboral (3T).
19 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (octubre).
20 Execució pressupostària de l'Estat (novembre).
22 Comerç exterior (octubre).
29 Taxa d'estalvi de les llars (3T).
30 Avanç IPC (desembre).
Balança de pagaments (octubre).
Posició d'inversió internacional neta (3T).

Tranquil·litat i bones dades en el tram final de l'any

L'economia global inicia l'últim trimestre de l'any amb menys focus d'incertesa. D'una banda, als EUA, el bon comportament de l'economia i les comunicacions de la Fed deixen menys dubtes sobre una més que probable pujada de tipus al desembre, la qual cosa s'ha traduït en una recuperació de la rendibilitat del deute públic i en millores de les cotitzacions borsàries del sector bancari. De l'altra, les bones dades de creixement a la Xina redueixen, a curt termini, els riscos d'una desacceleració brusca de l'economia, malgrat que els dubtes a mitjà termini continuen presents. Així, l'economia mundial s'encamina a un tancament del 2016 amb un creixement del 3,1% i amb la perspectiva d'una acceleració el 2017 fins al 3,5%. No obstant això, per fer bones aquestes previsions, l'economia global haurà d'esquivar amb èxit els riscos geopolítics (negociacions pel *brexit*, calendari electoral a Europa i les idiosincràsies polítiques de Turquia, del Brasil i de Rússia, entre altres), el creixent nivell de deute mundial i l'estratègia de normalització a mitjà termini de la Fed.

Les economies emergents acceleren en la segona meitat de l'any, amb el suport del manteniment de les taxes de creixement de la Xina, l'acceleració de l'Índia i la millora del Brasil i de Rússia (que s'allunyen de la fase més aguda de les respectives recessions). En concret, l'economia xinesa va créixer el 6,7% interanual en el 3T per tercer trimestre consecutiu. De tota manera, més enllà d'aquest bon funcionament, hi ha factors de risc de fons que continuen presents (en especial, la sostenibilitat del deute corporatiu i el *boom* immobiliari). En la fase oposada del cicle, els indicadors del Brasil i de Rússia assenyalen una certa millora de les respectives economies, malgrat que, en el conjunt de l'any, no evitaran taxes de creixement negatives (CaixaBank Research espera el –0,8% per a Rússia i el –3,3% per al Brasil en el conjunt del 2016).

Els EUA i la zona de l'euro, per camins separats. Als EUA, el PIB va créixer el 0,7% intertrimestral en el 3T, la qual cosa representa una acceleració del ritme de creixement en relació amb la primera meitat de l'any. El PIB de la zona de l'euro, per la seva banda, va mantenir un avanç lent però sostingut, amb un creixement del 0,3% intertrimestral, el mateix registre que en el 2T. Malgrat que, per al conjunt del 2016, preveiem que els EUA i la zona de l'euro creixeran al mateix ritme (l'1,5% interanual), en els propers trimestres, s'espera que l'expansió de l'economia nord-americana recuperi l'impuls (CaixaBank Research espera un creixement del 2,1% interanual el 2017). En canvi, per a la zona de l'euro, s'espera una lleugera desacceleració (l'1,3% interanual per al 2017), resultat coherent amb el seu menor creixement potencial, amb la pèrdua de força dels vents de cua (augment del preu del petroli i menor impuls de la política monetària) i amb la incertesa política. De la mateixa manera, mentre que, als EUA, el bon to del mercat laboral i la recuperació de la inflació apunten, cada vegada amb més certesa, a una pujada del tipus de referència de la Fed al desembre, a la zona de l'euro, el BCE manté el suspens sobre l'evolució futura del programa de compres d'actius, el final orientatiu del qual havia estat anunciat per al març del 2017. Malgrat que la inflació de la zona de l'euro es recupera segons el guió previst, tot fa pensar que en, els propers trimestres, encara es mantindrà per sota de l'objectiu del 2%, de manera que és probable que, al desembre, el BCE anunciï una extensió de les compres. No obstant això, caldrà acompanyar aquest anunci d'ajustos tècnics per garantir la correcta implementació del programa.

Espanya manté un avanç vigorós. El creixement del PIB de l'economia espanyola es va desaccelerar lleugerament fins al 0,7% intertrimestral en el 3T, d'acord amb les previsions. Amb aquesta bona dinàmica, i després de créixer el 0,8% intertrimestral en el 1T i en el 2T, s'espera que l'economia espanyola avanci el 3,2% interanual en el conjunt del 2016, empesa per la demanda interna i pel creixement de les exportacions. En aquest sentit, la demanda domèstica es beneficia del bon to del mercat laboral, que va tancar el 3T amb un creixement de l'ocupació del 2,7% interanual i amb una taxa d'atur del 18,9%, 1,1 p. p. per sota de la del 2T. En els propers trimestres, la pèrdua d'embranzida dels factors de suport temporal (menor impuls fiscal i augment del preu de petroli) es traduirà en una moderació de l'avanç de l'activitat econòmica (el 2,4% per al 2017). Això facilitarà, també, la transició cap a un patró de creixement més equilibrat, que afavorirà la reducció gradual del deute extern net. No obstant això, en aquest entorn positiu, l'ajust del dèficit públic és molt gradual. L'execució pressupostària fins avui reflecteix un ajust insuficient en els comptes públics, tot i que la reforma de l'impost de societats aprovada recentment hauria de corregir aquesta tendència i permetre complir l'objectiu de dèficit del 4,6% del PIB el 2016. De cara al 2017, els nous pressupostos, que són una pròrroga dels del 2016, mostren que la reducció del dèficit es basa en la bona marxa de l'economia i posen de manifest que és necessari que el nou Govern presenti uns pressupostos actualitzats amb noves mesures d'ajust per aconseguir l'objectiu acordat amb la Comissió Europea (el 3,1%).

PREVISIONS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

Economia internacional

	2014	2015	2016	2017	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,4	3,2	3,1	3,5	3,0	3,1	3,1	3,1	3,4	3,5
Països desenvolupats	*1,9*	*2,1*	*1,5*	*1,7*	*1,5*	*1,5*	*1,6*	*1,5*	*1,6*	*1,7*
Estats Units	2,4	2,6	1,5	2,1	1,6	1,3	1,5	1,8	2,1	2,3
Zona de l'euro	1,2	1,9	1,5	1,3	1,7	1,6	1,6	1,3	1,1	1,2
Alemanya	1,6	1,5	1,8	1,4	1,8	1,7	1,8	1,7	1,3	1,3
França	0,7	1,2	1,3	1,0	1,4	1,3	1,1	1,2	0,8	1,2
Itàlia	0,2	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,9	0,9	0,7	0,9
Espanya	1,0	3,2	3,2	2,4	3,4	3,4	3,2	2,9	2,7	2,4
Japó	–0,1	0,6	0,6	1,0	0,1	0,8	0,5	1,1	0,9	1,0
Regne Unit	3,1	2,2	1,8	0,5	1,9	2,1	2,3	1,0	0,6	0,1
Països emergents	*4,6*	*4,0*	*4,2*	*4,7*	*4,1*	*4,2*	*4,2*	*4,2*	*4,7*	*4,7*
Xina	7,3	6,9	6,6	6,3	6,7	6,7	6,7	6,5	6,5	6,5
Índia[1]	7,2	7,6	7,4	7,6	7,9	7,1	7,4	7,4	7,5	7,6
Indonèsia	5,0	4,8	5,1	5,4	4,9	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4
Brasil	0,1	–3,8	–3,3	1,1	–5,4	–3,8	–2,7	–1,3	0,5	1,2
Mèxic	2,2	2,5	2,2	2,5	2,4	2,5	2,0	2,0	2,2	2,4
Xile	1,9	2,3	1,7	2,0	2,2	1,5	1,7	1,5	1,8	1,9
Rússia	0,7	–3,7	–0,8	1,3	–1,2	–0,6	–0,7	–0,6	1,0	1,3
Turquia	3,1	3,9	3,2	2,9	4,7	3,1	2,7	2,4	2,2	2,7
Polònia	3,3	3,6	3,3	3,5	3,4	3,3	3,3	3,4	3,6	3,6
Sud-àfrica	1,7	1,2	0,5	1,3	–0,5	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2
INFLACIÓ										
Mundial	3,2	2,8	2,8	3,3	2,9	2,8	2,7	2,9	3,2	3,3
Països desenvolupats	*1,4*	*0,3*	*0,7*	*1,7*	*0,6*	*0,6*	*0,7*	*1,1*	*1,7*	*1,7*
Estats Units	1,6	0,1	1,2	2,2	1,1	1,0	1,1	1,6	2,3	2,1
Zona de l'euro	0,4	0,0	0,2	1,4	0,0	–0,1	0,3	0,7	1,4	1,4
Alemanya	0,8	0,1	0,3	1,6	0,1	0,0	0,4	0,7	1,5	1,5
França	0,6	0,1	0,3	1,5	0,0	0,1	0,4	0,7	1,4	1,4
Itàlia	0,2	0,1	0,0	1,2	0,0	–0,3	–0,1	0,5	1,2	1,2
Espanya	–0,1	–0,5	–0,3	1,8	–0,7	–0,9	–0,2	0,8	2,1	1,9
Japó	2,8	0,8	–0,2	0,8	0,0	–0,3	–0,5	0,0	0,7	0,6
Regne Unit	1,5	0,1	0,6	2,1	0,3	0,3	0,7	1,2	1,9	2,0
Països emergents	*4,7*	*4,7*	*4,4*	*4,4*	*4,7*	*4,5*	*4,3*	*4,2*	*4,3*	*4,4*
Xina	2,0	1,4	2,0	2,0	2,1	2,1	1,7	2,0	1,5	2,0
Índia	6,6	4,9	5,1	5,4	5,3	5,7	5,1	4,2	5,8	5,4
Indonèsia	6,4	6,4	3,7	4,5	4,3	3,5	3,0	3,9	4,1	4,8
Brasil	6,3	9,0	8,8	6,5	10,2	9,2	8,7	7,3	6,7	6,5
Mèxic	4,0	2,7	2,9	3,2	2,7	2,6	2,8	3,4	3,3	3,2
Xile	4,4	4,3	4,0	3,2	4,6	4,2	3,8	3,3	3,0	3,1
Rússia	7,8	15,5	7,2	5,7	8,3	7,3	6,8	6,1	5,7	5,8
Turquia	8,9	7,7	7,8	7,0	8,6	6,9	8,0	7,5	7,4	7,2
Polònia	0,2	–0,9	–0,6	1,7	–0,8	–0,9	–0,7	0,2	1,3	1,5
Sud-àfrica	6,1	4,6	6,4	5,9	6,5	6,2	6,0	6,8	6,1	5,5

Nota: *1. Dades anuals representen any fiscal.*

Previsions

Economia espanyola

	2014	2015	2016	2017	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	1,5	2,8	3,3	2,3	3,7	3,5	3,0	2,9	2,4	2,4
Consum de les AP	0,2	2,0	1,2	1,0	2,0	0,7	1,3	0,9	0,6	1,6
Formació bruta de capital fix	1,0	6,0	3,9	3,1	4,9	3,7	3,5	3,3	3,2	2,8
Béns d'equipament	10,7	10,1	6,8	3,0	9,3	7,8	5,7	4,4	4,2	2,4
Construcció	–4,7	4,9	2,5	3,2	3,1	2,1	2,2	2,6	2,8	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,4	3,5	3,0	2,1	3,6	3,0	2,6	2,6	2,0	2,2
Exportació de béns i serveis	4,2	4,9	6,0	5,0	4,3	7,2	5,8	6,7	7,1	4,4
Importació de béns i serveis	6,1	5,6	5,7	4,4	5,9	6,4	4,9	5,5	5,5	4,2
Producte interior brut	**1,0**	**3,2**	**3,2**	**2,4**	**3,4**	**3,4**	**3,2**	**2,9**	**2,7**	**2,4**
Altres variables										
Ocupació	1,1	3,0	2,8	2,1	3,1	2,7	2,7	2,5	2,0	2,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	24,4	22,1	19,7	18,2	21,0	20,0	18,9	19,0	19,3	18,2
Índex de preus de consum	–0,1	–0,5	–0,3	1,8	–0,7	–0,9	–0,2	0,8	2,1	1,9
Costos laborals unitaris	–0,3	0,2	–0,2	0,6	–0,3	–0,3	–0,3	0,0	–0,2	0,5
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,1	1,4	2,0	1,8	1,4	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	1,6	2,0	2,6	2,4	2,1	2,4	2,5	2,6	2,6	2,5
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–5,8	–5,0	–4,6	–3,8						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,25	0,26	0,52	1,06	0,50	0,50	0,50	0,58	0,83	1,00
Líbor 3 mesos	0,23	0,32	0,75	1,44	0,62	0,64	0,79	0,95	1,14	1,34
Líbor 12 mesos	0,56	0,79	1,38	2,03	1,17	1,25	1,46	1,64	1,80	1,95
Deute públic a 2 anys	0,44	0,67	0,82	1,63	0,85	0,77	0,72	0,95	1,22	1,49
Deute públic a 10 anys	2,53	2,13	1,76	2,42	1,92	1,75	1,56	1,84	2,07	2,30
Euro										
Refi BCE	0,16	0,05	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	0,21	–0,02	–0,26	–0,21	–0,19	–0,26	–0,30	–0,30	–0,28	–0,25
Euríbor 12 mesos	0,48	0,17	–0,03	0,05	0,01	–0,02	–0,05	–0,06	–0,03	0,01
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	0,05	–0,24	–0,55	–0,24	–0,46	–0,52	–0,64	–0,56	–0,43	–0,34
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	1,23	0,53	0,09	0,71	0,30	0,12	–0,12	0,06	0,24	0,51
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,33	1,11	1,11	1,06	1,10	1,13	1,12	1,10	1,07	1,06
¥/€	140,40	134,33	118,58	114,76	127,05	121,91	114,26	111,09	111,27	113,42
£/€	0,81	0,73	0,83	0,89	0,77	0,79	0,85	0,91	0,91	0,89
PETROLI										
Brent ($/barril)	99,45	53,61	46,01	59,32	35,72	47,35	47,49	53,51	56,17	58,57
Brent (€/barril)	74,54	48,30	41,39	55,83	32,38	41,94	42,57	48,65	52,50	55,25

Nota: *1. Acumulat de quatre trimestres. 2. Acumulat de quatre trimestres. No inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.*

Previsions

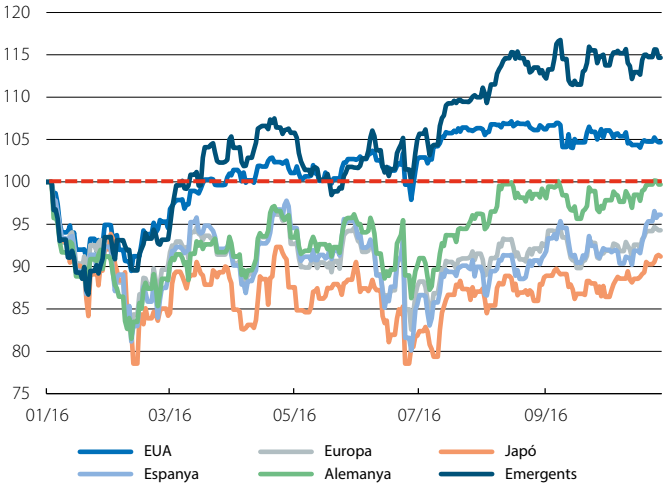
CONJUNTURA · Tipus d'interès i expectatives d'inflació a l'alça, borses en mode espera

Els mercats mantenen la calma en un context complex. Els principals focus d'atenció continuen sent les actuacions de política monetària que duran a terme els principals bancs centrals a curt i a mitjà termini; el risc polític; la fortalesa del quadre macro, i la resistència del sector bancari europeu. Durant l'últim mes, els senyals rebuts en aquests fronts, amb més o menys intensitat, han estat positius. Així, el mercat digereix sense grans ensurts la més que probable pujada del *fed funds rate* al desembre. A més a més, l'augment de les *yields* sobiranes que això comporta beneficia les cotitzacions del sector bancari, que han anotat una recuperació notable durant el mes d'octubre. Al front macro, les dades publicades han tendit a reforçar l'escenari d'acceleració dels emergents i de l'economia nord-americana, d'acord amb les previsions de CaixaBank Research. De tota manera, també a tots els fronts esmentats, els riscos es mantenen relativament elevats. A curt termini, al front polític, l'atenció se centra en el resultat de les eleccions als EUA i en el referèndum d'Itàlia, i, pel que fa a la política monetària, el mercat espera amb ansietat la reunió del BCE del desembre, en què s'haurà de concretar si s'allarga el programa de compra de deute (QE) a la zona de l'euro.

El BCE manté el suspens sobre el futur del QE fins al desembre. La reunió del 20 d'octubre del Consell de Govern (CG) del BCE no va oferir grans novetats. Els paràmetres de la política monetària es van mantenir sense canvis: el tipus refi es va mantenir en el 0,0%; la taxa de la facilitat marginal de crèdit, en el 0,25%, i la remuneració de la facilitat de dipòsit, en el –0,4%. No obstant això, l'atenció dels inversors es va centrar en els ajustos que es podien anunciar en el QE. Oficialment, el QE es mantindrà fins al març del 2017, però tot fa pensar que s'allargarà. Les incògnites eren, i continuen sent, fins quan i amb quins instruments. En concret, Mario Draghi va declarar que el CG no havia debatut una eventual ampliació del programa, però va reconèixer que continuava avaluant possibles ajustos per assegurar una implementació apropiada fins al març del 2017 o més enllà si fos necessari. També va apuntar que considera poc probable una interrupció abrupta de les compres d'actius. Finalment, va assenyalar que un altre element que pot influir en la decisió d'ampliar el QE és l'actualització de les previsions econòmiques que el BCE realitzarà al desembre. Els mercats continuen mantenint com a escenari base una pròrroga del programa, però hi ha molta incertesa sobre com es farà i fins a quin termini. En aquest context, la propera reunió del CG, prevista per al 8 de desembre, està marcada en negreta a les agendes de tots els analistes i operadors de mercats, i, sigui quina sigui la decisió que adopti el BCE, haurà de ser explicada amb tota classe de detalls si no vol afectar la seva credibilitat i generar un nou repunt de la volatilitat.

Principals borses internacionals

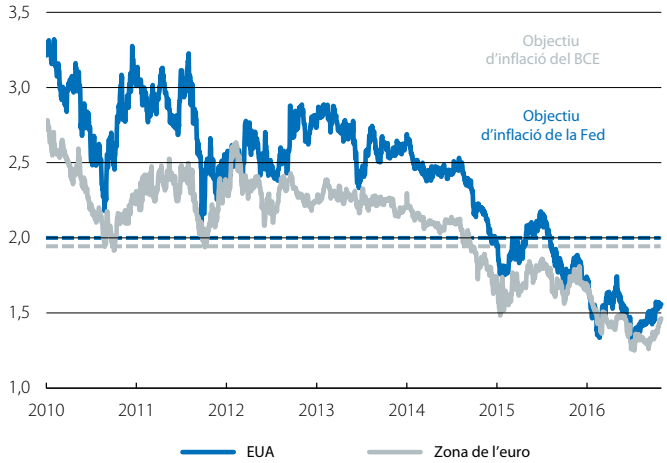
Índex (100 = gener 2016)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

*Expectatives d'inflació: * EUA i zona de l'euro*

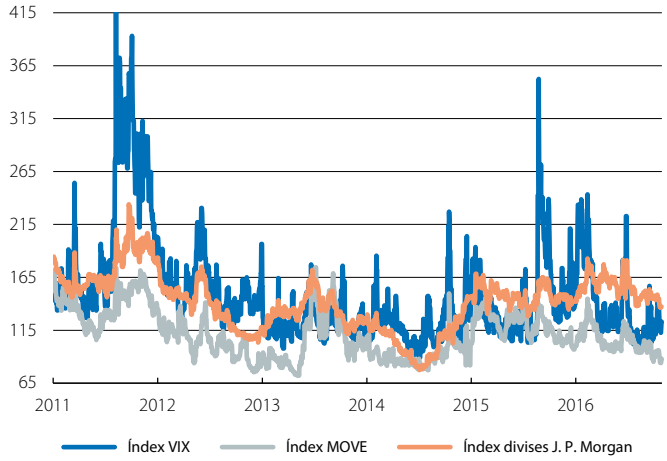
(%)



Nota: * Swaps *d'inflació, expectatives a cinc anys d'aquí a cinc anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Volatilitat implícita: renda variable, deute públic i divises

Índex (100 = gener 2007)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

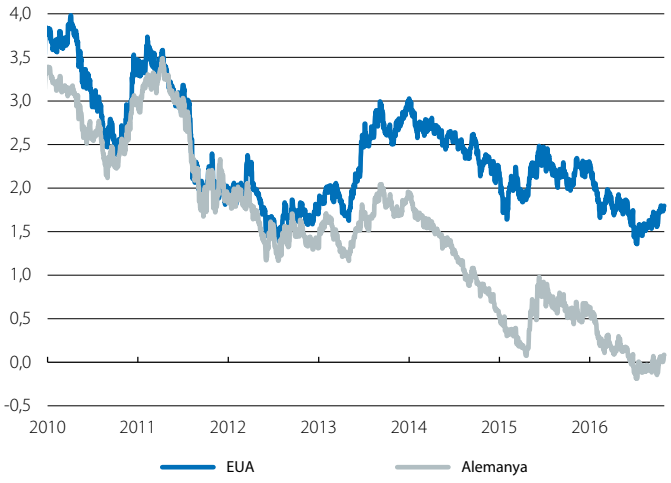
En canvi, la Fed prepara amb antelació i amb encert el mercat per a la propera pujada de tipus al desembre. Els vents bufen a favor de la Fed, ja que el conjunt d'indicadors dóna suport a la propera pujada de tipus. Tant els indicadors d'activitat com els de preus evidencien que la trajectòria ascendent de la inflació es mantindrà en els propers mesos, i això ha propiciat que les expectatives d'inflació s'hagin recuperat de manera notable en les últimes setmanes. Atesos aquests indicadors, la Fed deixa que el mercat incorpori, en les valoracions dels actius, que la propera pujada de tipus s'efectuarà en el mes de desembre. A més a més, el mercat també ha incorporat en les valoracions una major tolerància de la Fed a un eventual repunt de la inflació. Tot plegat impulsa les rendibilitats del deute sobirà a l'alça. El retorn del bo nord-americà a 10 anys va augmentar en 23 p. b. a l'octubre, fins a l'1,83%. La recuperació del mercat monetari també és notable, tot i que, en aquest cas, una part de l'augment de les rendibilitats és deguda, també, a certs ajustos tècnics en el funcionament d'aquest mercat. Com és habitual, el canvi d'expectatives sobre l'actuació de la Fed també afecta els actius de la zona de l'euro, amb alces en les rendibilitats de la renda fixa i en el mercat monetari europeu, tot i que de menor magnitud. Per exemple, el bo alemany a 10 anys es va situar en el 0,16% i l'euríbor a 12 mesos va pujar fins al –0,07%. La contrapartida ha estat la menor valoració dels índexs de renda fixa, en particular els de venciments més llargs. Als EUA i a la zona de l'euro, els índexs de bons sobirans amb un venciment entre 1 i 10 anys han perdut, de mitjana, el 0,65% en l'últim mes, i els de venciments superiors a 10 anys, més sensibles als canvis dels tipus d'interès, han pujat el 4%.

La renda variable es beneficia de la millora de l'entorn macro i de la bona campanya de resultats. Pel que fa a aquest últim factor, cal dir que, en general, els resultats de les principals empreses nord-americanes i europees sorprenen en positiu. En concret, els beneficis de les 276 companyies de l'S&P 500 que han publicat els comptes van registrar una pujada del 3,4% interanual. A Europa, on gairebé la meitat de les empreses de l'Eurostoxx han presentat els resultats del 3T, els beneficis van pujar el 33%, gràcies, sobretot, a la forta millora al sector del consum i al bon funcionament del sector bancari. Així, l'Eurostoxx va avançar l'1,1% a l'octubre. La millora de la rendibilitat del sector bancari és deguda, en gran part, al major pendent de les corbes sobiranes, ja que s'espera que això tingui un impacte positiu sobre els marges del sector. Així, el subíndex bancari de l'S&P 500 va anotar un avanç del 4,7% a l'octubre, mentre que l'homòleg europeu va registrar un augment del 12,8%.

El mercat creditici es manté estable. Aquesta dinàmica s'observa a les dues bandes de l'Atlàntic i a les diferents classes d'actius. Per exemple, les primes dels CDS, tant les de deute corporatiu amb qualificació d'inversió (IG) com les de l'especulatiu, han efectuat moviments laterals sense grans fluctuacions. Sense cap mena de dubte, un dels principals elements de fons que sosté aquest patró és la creença que la política monetària dels principals bancs centrals es mantindrà molt acomodatícia

Rendibilitats del deute públic a 10 anys

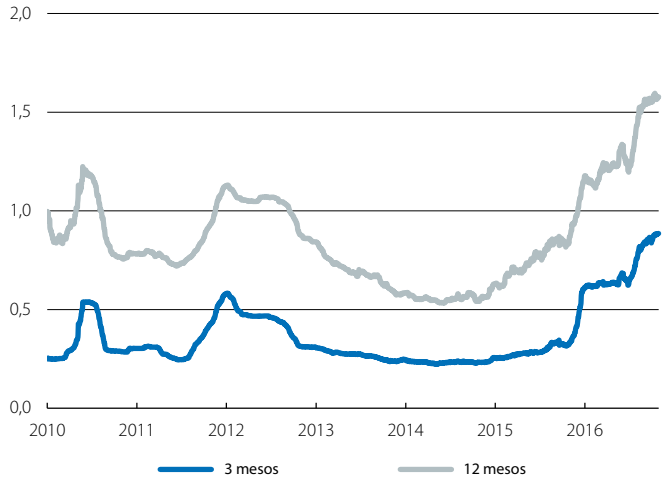
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Tipus interbancaris: líbor en dòlars

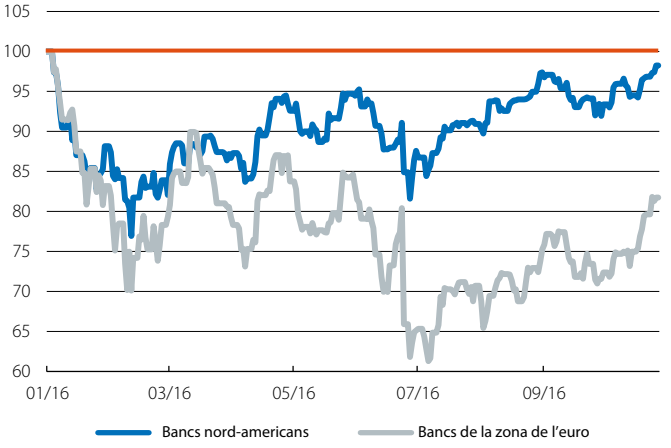
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Sector bancari: EUA i zona de l'euro

Índex (100 = gener 2016)



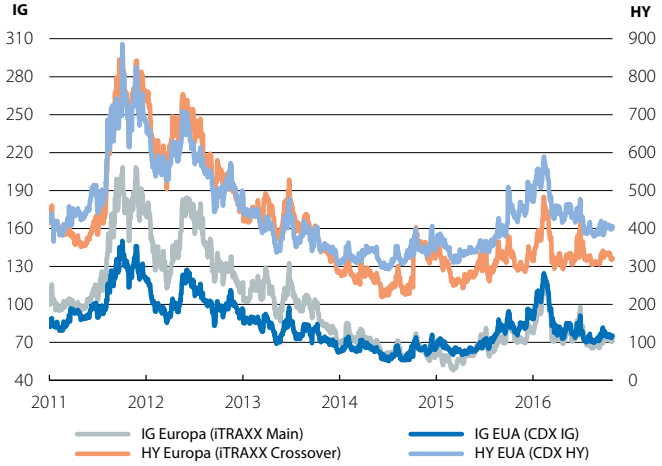
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

durant un període llarg de temps. En aquest context, un dels elements que ha sorprès en els últims mesos és la frenada en el ritme d'emissions en euros, atribuïda, en part, al repunt de la incertesa política a la zona de l'euro, i que, per tant, és percebuda com un fenomen temporal, ja que la política monetària del BCE continuarà sent molt acomodatícia en els propers trimestres. No obstant això, més enllà de les condicions financeres favorables, la peça que continua faltant perquè el mercat de crèdit s'enlairi de forma sostinguda és una recuperació més vigorosa de la inversió empresarial, que fins avui es mostra més tímida del que és habitual. En aquest sentit, destaca la bona evolució que ha tingut als EUA en el 3T, amb un creixement del 0,3% intertrimestral en termes reals, una xifra que ha aixecat una mica l'ànim al món inversor.

Els mercats emergents es prenen un respir en la seva escalada. L'índex MSCI Emerging Markets només va avançar el 0,2% a l'octubre, però, des del gener fins a l'octubre d'enguany, acumula ja un augment del 14%. Com es descriu amb detall al Focus «Borses dels països emergents: el torn dels factors interns», del present *Informe Mensual*, dos factors impulsen els mercats emergents. D'una banda, el manteniment d'una política monetària més expansiva per part de la Fed (en relació amb el que s'esperava uns mesos enrere). De l'altra, la millora de les condicions macroeconòmiques. Així, s'espera que el primer factor deixi de sumar en els propers mesos. De fet, les *yields* sobiranes dels principals països emergents han experimentat un lleuger repunt en les últimes setmanes, i és probable que també l'experimentin les *yields* dels bons corporatius en els propers mesos, tot i que, ara com ara, s'han mantingut estables. Així, la gran incògnita és si el segon factor podrà agafar el relleu. Segons les previsions de CaixaBank Research i del conjunt d'analistes, això hauria de ser així, però els riscos són elevats. En qualsevol cas, cal recordar que, en l'actualitat, el bloc emergent és molt heterogeni. Al flanc feble, trobem països com el Brasil i Rússia, que es mantenen en recessió, tot i que ja comencen a veure la llum al final del túnel. La Xina es troba en un punt intermedi, immersa en el procés de canvi de model productiu, que comporta una desacceleració gradual del creixement, però els riscos de fons continuen sent de primera magnitud (*boom* immobiliari, deute corporatiu...). A l'extrem positiu, hi ha l'Índia, que manté un ritme de creixement envejable, superior al 7%.

Europa i EUA: primes CDS per grau creditici

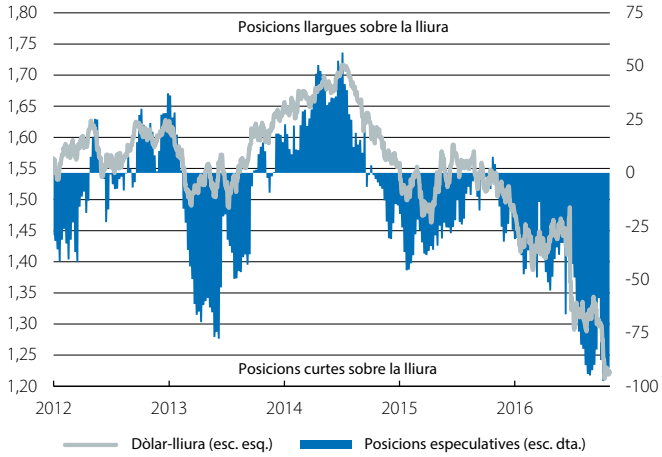
(p. b.)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Divises: posicions especulatives sobre el canvi dòlar-lliura

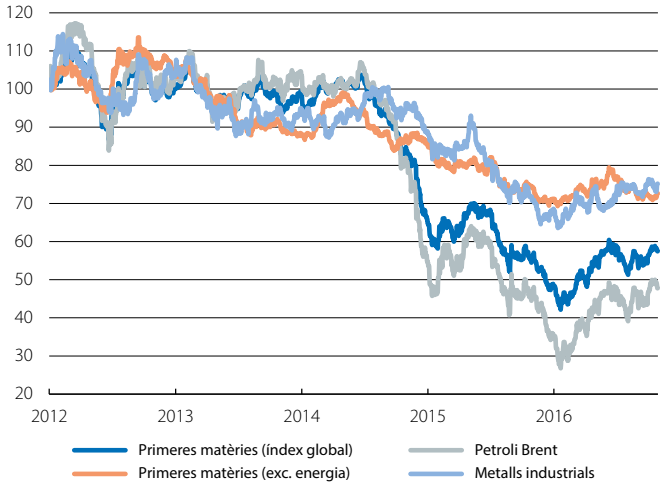
(Dòlars per euro) *(Milers de contractes)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Primeres matèries

Índex (100 = gener 2012)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

FOCUS · Borses dels països emergents: el torn dels factors interns

El principal índex representatiu de les borses emergents va registrar una pujada del 16% entre el gener i l'octubre d'enguany, malgrat la forta caiguda patida al gener. Aquesta xifra contrasta amb el tímid augment del 3% de les borses desenvolupades. Nombroses veus qüestionen el ressorgiment borsari dels emergents amb l'argument principal que la Reserva Federal (Fed) reprendrà aviat les pujades de tipus d'interès. No hi ha dubte que aquest és un factor fonamental, però no és l'únic ni necessàriament és el més important.

A l'hora d'examinar l'evolució del mercat de renda variable a les economies emergents i, en general, per entendre les dinàmiques dels fluxos de capitals cap a aquestes economies, és molt útil distingir dos tipus de determinants. D'una banda, els factors d'impuls (*push factors*): forces d'abast global que impacten des de fora als mercats emergents, com l'aversió global al risc o el nivell dels tipus d'interès de les economies desenvolupades. De l'altra, els factors d'atracció (*pull factors*): atributs dels països emergents que influeixen en les decisions dels inversors, com els fonaments macroeconòmics o el risc geopolític.

Al començament de l'any, tant els factors d'impuls com els d'atracció van confluir per infligir un dur càstig als actius emergents. L'augment de l'aversió global al risc, alimentada pels dubtes renovats sobre l'economia xinesa, va ser el principal detonant d'una caiguda general de les borses, particularment intensa a les emergents. Plovia sobre mullat, ja que aquests mercats es movien ja en un entorn exterior advers des de l'inici de la normalització del tipus oficial de la Fed al desembre del 2015. I tot plegat en el marc d'una fragilitat econòmica i d'una política interna preocupants en diversos països emblemàtics, com el Brasil, Sud-àfrica o Turquia.

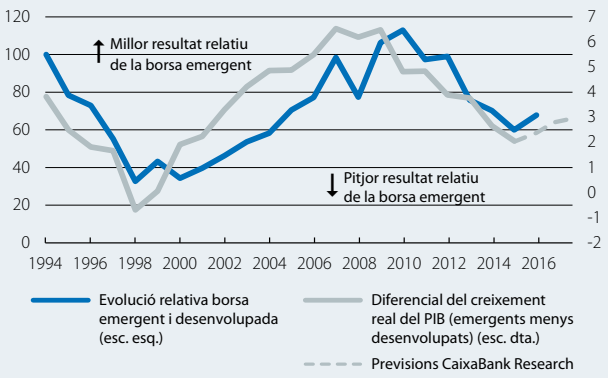
De llavors ençà, la forta embranzida de la borsa emergent s'ha basat, principalment, en els factors d'impuls. D'una banda, la Fed ha reconsiderat els plans de pujades de tipus. Al final del 2015, contemplava quatre alces de 0,25 punts el 2016 i quatre més el 2017, mentre que ara només contempla una pujada abans que acabi enguany i dues o tres l'any vinent. Aquest to monetari més acomodatici va esperonar el fenomen de la «recerca de rendiment». En efecte, la perspectiva d'un entorn de tipus baixos, fins i tot negatius, durant un període llarg de temps és una bona notícia per als actius emergents, ja que una reducció substancial de la rendibilitat lliure de risc augmenta l'atractiu dels actius més arriscats. La sòlida recuperació durant aquests mesos del preu de les primeres matèries, en particular l'alça del 80% del petroli, també ha estat un factor de suport important per a la renda variable emergent.

Aquests dos vents de cua decauen, i sembla poc probable que puguin impulsar les borses emergents amb la mateixa intensitat. Certament, és difícil que les expectatives que ara revelen els inversors en relació amb les pujades de la Fed (i també les relatives a les compres de bons del BCE) es tornin a incomplir en el sentit de més laxitud. Aquest impuls extra sembla poc probable. De fet, comença a apuntar l'escenari oposat: pujades de tipus als EUA més ràpides del que s'havia anticipat, motivades per un repunt de la inflació, i que comportarien un ascens notable dels tipus a llarg termini als països desenvolupats i una forta apreciació del dòlar. Una recepta per a sortides de capitals i per a caigudes borsàries als emergents. Així i tot, aquest risc és, ara com ara, baix, i el més probable és l'escenari de pujades lentes, de manera que la «recerca de rendiment» hauria de continuar beneficiant de forma moderada les borses emergents, si més no a curt termini.

Més enllà de les oscil·lacions que amb tota seguretat apareixeran arran de les actuacions de la Fed o dels rebrots de l'aversió al risc per motius econòmics (la Xina continua acaparant les sospites) o polítics (amb una agenda electoral molt carregada a tot el planeta), les perspectives de les borses emergents descansen ara en els factors d'atracció. I són moderadament positives. Així, la millora relativa del creixement del bloc emergent en relació amb les economies desenvolupades hauria de servir de principal motor a les borses emergents (vegeu el gràfic). En qualsevol cas, sembla que la selectivitat és més clau que mai, ja que els mercats emergents són un bloc cada vegada menys homogeni, com ho demostra el contrast entre la solidesa econòmica de diversos països emergents (en particular, l'Índia i Indonèsia) i la incertesa que continua envoltant el futur d'altres països en desenvolupament (per exemple, el Brasil, Turquia o Rússia).

Emergents i desenvolupats: PIB i borsa

Índex (100 = 1994) *(p. p.)*



Nota: *Les dades de l'evolució relativa de la borsa emergent i de la desenvolupada per al 2016 corresponen al valor del 25 d'octubre del 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

FOCUS · Les claus de l'FMI per a l'estabilitat financera mundial a mitjà termini

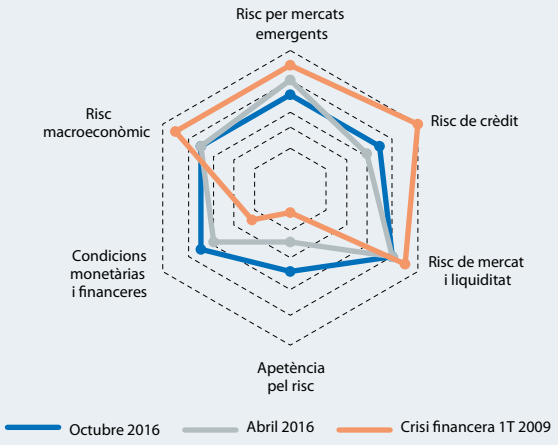
El Fons Monetari Internacional (FMI) va publicar, fa escassos dies, un nou número del seu informe semestral sobre l'estabilitat financera global. En aquests documents, la institució analitza de manera sistemàtica i exhaustiva l'evolució i l'estat dels diferents mercats. A més a més, aquesta anàlisi fa una projecció futura, ja que també repassa els principals riscos que poden afectar l'estabilitat financera. El panorama dibuixat en aquesta ocasió ofereix llums i ombres. D'entrada, considera que la salut del sistema financer mundial ha millorat i que els riscos han remès, si més no lleugerament. Destaca el progrés de cohesió i de confiança en les xarxes de seguretat, que ha permès als mercats digerir el *brexit* amb agilitat, sense grans disrupcions, i evitar contagis. No obstant això, posa l'èmfasi en les possibles conseqüències adverses de dues qüestions preocupants: el baix nivell de les taxes de creixement i dels tipus d'interès i l'elevat nivell de palanquejament als països emergents.

L'FMI identifica diverses raons del persistent descens dels tipus d'interès. No solament han caigut de manera significativa les expectatives sobre els tipus a curt termini, sinó que, a més a més, les intervencions dels bancs centrals als mercats de bons han reduït el diferencial entre les taxes a curt i a llarg termini conegut com prima temporal. Aquest fenomen també hauria estat causat per la major demanda de bons de llarga durada per part de fons de pensions i asseguradores i, més en general, per la demanda d'actius segurs. Una conseqüència important d'aquesta compressió, que el document no explora amb detall en aquesta ocasió, és la pressió que exerceix sobre els preus dels diferents actius financers i reals. Això pot dificultar als inversors l'estimació de les diferents primes de risc incorporades en aquests actius i, per tant, el calibratge del binomi rendibilitat-risc de les seves carteres. Segons l'FMI, el descens del ritme de creixement global mitjà (el 2,1% des del 2008, en relació amb el 3,0% entre els anys 1982 i 2008), la baixa inflació i l'elevada incertesa regnant aboquen a un període llarg de tipus d'interès baixos i de taxes de retorn baixes en el conjunt d'actius. Aquest escenari genera un efecte perillós: deterioraria de forma gradual la solidesa del capital i la solvència que tant han costat recuperar al sector bancari en els últims anys, essencialment perquè penalitza els marges per interessos. L'informe apunta que una reducció continuada de la rendibilitat dels intermediaris financers podria acabar perjudicant la concessió de crèdit. Segons un càlcul aportat per l'estudi, la situació del sector financer no se solucionarà amb una recuperació cíclica de l'economia, sinó que seran necessàries reformes estructurals. Reconeix, això sí, que s'han fet avanços i suggereix algunes línies d'actuació que caldria seguir d'ara endavant: revisar el marc legal per donar un tractament més àgil als actius morosos (i/o abordar processos de recapitalització que no estiguin finançats pel contribuent), reduir la capacitat del sector mitjançant la consolidació d'entitats que permeti que operin, només, les més eficients i adoptar mesures per superar un nou entorn més competitiu pels canvis tecnològics (*fintech*) i en els hàbits del consumidor.

En un to més optimista, l'informe valora l'oportunitat que s'obre per a les economies emergents per resoldre l'elevat nivell d'endeutament, en especial al sector corporatiu. L'FMI fa referència al ressorgiment dels fluxos d'inversió financera rebuts per aquestes economies, que han impulsat de forma notable la cotització dels seus actius. Això crea un marc apropiat per emprendre el despalanquejament de les empreses, que, a més a més, generaria externalitats positives, ja que gairebé el 80% del deute corporatiu es troba en el balanç dels bancs dels respectius països, de manera que aquests reforçarien la seva solvència.

En definitiva, l'FMI diagnostica que les bases de l'estabilitat financera global han millorat una mica, però pronostica una convalescència encara dura per al sector bancari als països desenvolupats i recepta als països emergents una teràpia ràpida de sanejament dels balanços corporatius.

Estabilitat financera global: riscos i condicions



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	31-oct	30-set	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	**0,00**	0,00	0	–5,0	–5,0
Euríbor 3 mesos	**–0,31**	–0,30	–1	–18,2	–24,5
Euríbor 12 mesos	**–0,07**	–0,06	–1	–13,0	–17,7
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,69**	–0,65	–4	–31,2	–34,0
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,62**	–0,68	6	–27,5	–30,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**0,16**	–0,12	28	–46,9	–35,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**1,20**	0,88	32	–57,1	–47,2
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	**104**	100	4	–10,6	–11,9
EUA					
Fed funds (límit superior)	**0,50**	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 mesos	**0,88**	0,85	3	26,7	54,6
Líbor 12 mesos	**1,58**	1,55	3	40,2	71,2
Deute públic a 1 any	**0,64**	0,59	5	4,3	31,9
Deute públic a 2 anys	**0,84**	0,76	8	–20,8	11,6
Deute públic a 10 anys	**1,83**	1,59	24	–43,9	–31,2

Spreads *de deute corporatiu (p. b.)*

	31-oct	30-set	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**73**	73	0	–4,3	2,0
Itraxx Financer Sènior	**97**	101	–4	20,3	27,7
Itraxx Financer Subordinat	**223**	242	–19	66,9	75,0

Tipus de canvi

	31-oct	30-set	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
$/€	**1,098**	1,124	–2,3	1,1	–0,2
¥/€	**115,100**	113,920	1,0	–11,9	–13,3
£/€	**0,897**	0,866	3,6	21,7	25,7
¥/$	**104,820**	101,350	3,4	–12,8	–13,1

Primeres matèries

	31-oct	30-set	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**403,6**	402,4	0,3	7,7	2,1
Brent ($/barril)	**46,7**	47,7	–2,1	30,6	–2,0
Or ($/unça)	**1.277,3**	1.315,8	–2,9	20,3	11,8

Renda variable

	31-oct	30-set	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**2.126,2**	2.168,3	–1,9	4,0	2,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.055,3**	3.002,2	1,8	–6,5	–10,6
Ibex 35 (Espanya)	**9.143,3**	8.779,4	4,1	–4,2	–11,8
Nikkei 225 (Japó)	**17.425,0**	16.449,8	5,9	–8,5	–8,7
MSCI emergents	**905,1**	903,5	0,2	14,0	6,8
Nasdaq (EUA)	**5.189,1**	5.312,0	–2,3	3,6	2,7

Nota: *1. Diferencial entre la rendibilitat del bo espanyol i el bo alemany a 10 anys.*

CONJUNTURA · Els emergents tiren de l'economia mundial en la segona meitat del 2016

L'economia mundial va camí de créixer el 3,1% el 2016 i el 3,5% el 2017. L'acceleració dels emergents en la segona meitat del 2016 donarà suport a la millora del creixement mundial en els propers trimestres. Així, l'índex agregat de creixement econòmic elaborat per l'IIF apunta a taxes d'avanç del 4,5% (intertrimestral anualitzat) al conjunt d'emergents, en relació amb el més moderat 3,5% registrat al començament del 2016. El manteniment de les taxes de creixement de la Xina, l'acceleració a l'Índia i la millora del Brasil i de Rússia (que s'allunyen de la fase més aguda de les respectives recessions) donen suport a aquest escenari.

L'FMI manté les previsions de creixement mundial, però alerta dels riscos polítics. En aquest context, el Fons, a l'informe «Perspectives de l'economia mundial» de l'octubre (WEO, per les sigles en anglès), va mantenir les previsions d'avanç econòmic mundial sense canvis: en el 3,1% el 2016 i en el 3,4% el 2017 (un escenari coherent amb el de CaixaBank Research). Els principals riscos, segons la institució internacional, són de caràcter polític. En especial, destaca el gir cap a polítiques proteccionistes i cap a mesures populistes. Els riscos de caràcter macrofinancer (volatilitat financera i fluxos de capitals cap als emergents) i les preocupacions sobre la capacitat de la Xina d'esquivar un aterratge brusc continuen presents, tot i que s'han tornat una mica menys prominents.

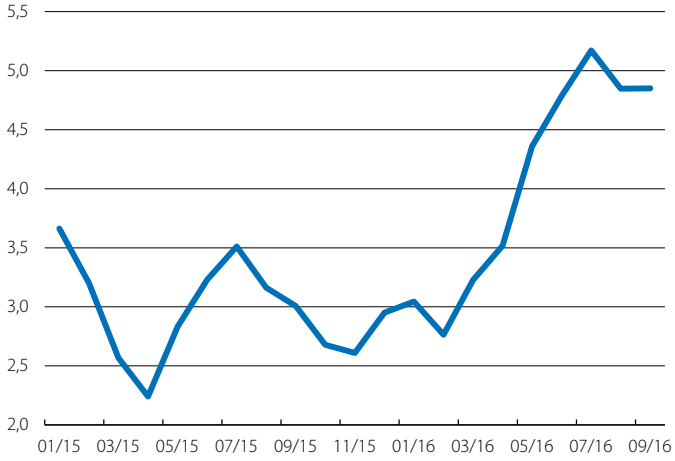
ESTATS UNITS

Bona dada del PIB del 3T. L'economia nord-americana va avançar el 0,7% intertrimestral en el 3T 2016 (l'1,5% interanual), percentatge que representa una acceleració en relació amb les taxes de creixement més moderades de la primera meitat del 2016 (del 0,3% intertrimestral, de mitjana). Per components de demanda, la major fortalesa va ser deguda, en gran part, al fort creixement de les exportacions i a la contribució positiva del component d'existències, després de cinc trimestres de contribucions negatives. Així mateix, el consum privat, que representa gairebé el 70% del PIB, va continuar marcant avanços significatius, i la inversió empresarial va començar a millorar (el +0,3% intertrimestral en el 3T, en relació amb el –0,3%, de mitjana, del primer semestre). En conjunt, l'avanç del 3T és coherent amb les previsions de CaixaBank Research, de manera que no modifica el creixement anual de l'1,5% previst per al 2016 i del 2,1% per al 2017.

Més enllà del PIB del 3T, els indicadors d'activitat van millorar de manera substancial al setembre i a l'octubre després de la feblesa mostrada a l'agost. Això va esvair alguns dels dubtes que planaven sobre la capacitat d'avanç de l'economia nord-americana. Així, l'índex de sentiment empresarial (ISM) de manufactures va augmentar fins als 51,5 punts i va deixar

Emergents: índex de creixement

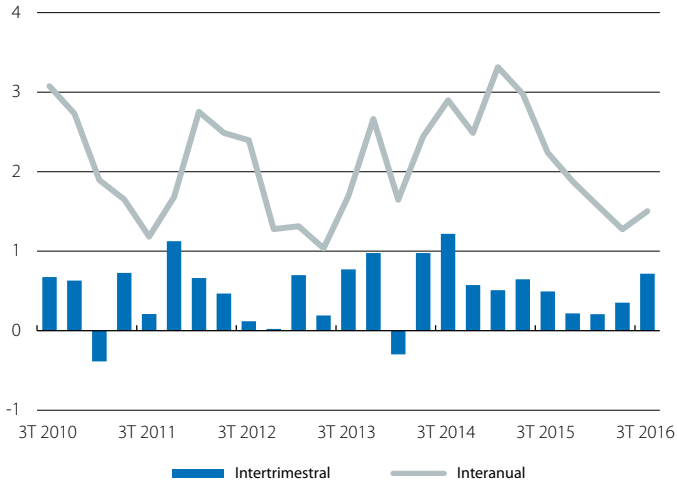
Variació intertrimestral anualitzada (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institute of International Finance (EM Growth Tracker).*

EUA: PIB

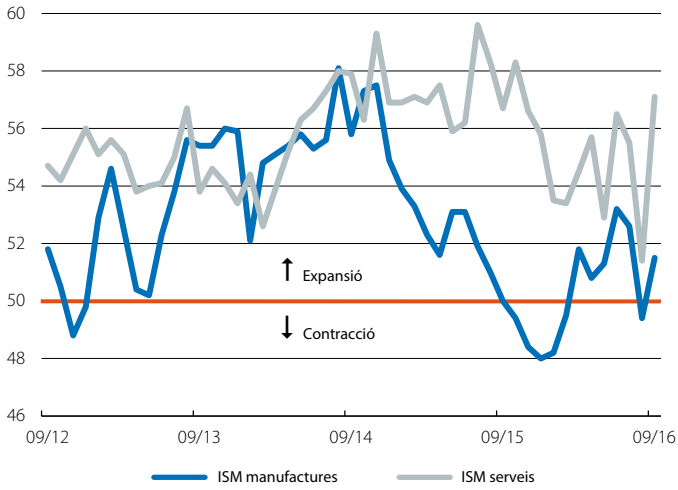
Variació intertrimestral i interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.*

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'ISM.*

enrere el mal registre de l'agost, que es va situar per sota del llindar dels 50 punts (49,4). Mentrestant, el seu homòleg en serveis va escalar fins als 57,1 punts (51,4 el mes anterior) i va marcar el major increment intermensual de la sèrie. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor elaborat pel Conference Board es va situar en els 98,6 punts a l'octubre. Tot i mantenir-se per sota del màxim postcrisi del setembre (103,5), continua per damunt de la mitjana històrica, la qual cosa constata la fortalesa del consum privat com a puntal del creixement econòmic del país.

El mercat laboral continua oferint bones dades, la qual cosa sustenta el dinamisme del consum i justifica la segona pujada de la Fed. En particular, al setembre, es van crear 156.000 llocs de treball, la qual cosa va situar la mitjana mensual, des de l'inici d'enguany, en 178.000. La taxa d'atur es va mantenir en un contingut 5,0%, i els salaris van continuar marcant avanços importants (el 2,6% interanual). En aquest context, la inflació es va continuar recuperant: la inflació general es va situar en l'1,5% al setembre, 4 dècimes per damunt del registre del mes anterior (el registre més alt des de l'octubre del 2014). Sens dubte, aquesta recuperació i la solidesa del mercat laboral justifiquen la continuïtat en la pujada del *fed funds* iniciada per la Fed al desembre del 2015. Així i tot, el procés de normalització monetària serà molt gradual (més del que s'havia previst fa uns mesos), amb augments de tipus entre 0,50 i 0,75 p. p. a l'any el 2017 i el 2018.

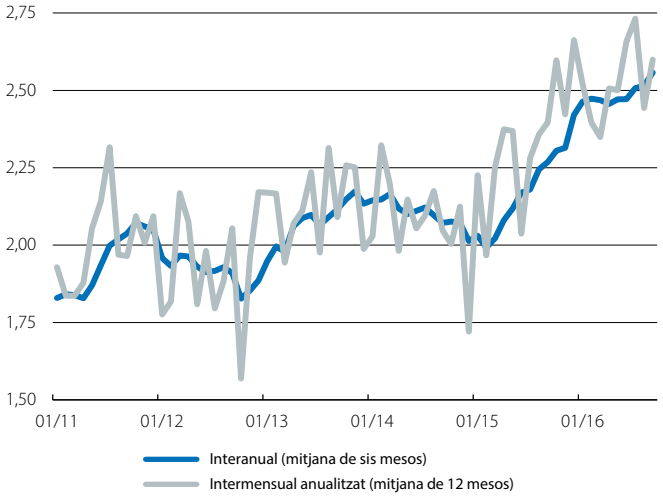
A més llarg termini, preocupa la reducció del creixement potencial dels EUA. I, malgrat que encara és significatiu (~1,9%, en relació amb estimacions anteriors, del ~2,3%), diferents elements pesen en el descens: l'envelliment de la població, l'alentiment en l'avanç del capital humà i la finalització d'un període de productivitat excepcional (entre el 1995 i el 2004), empès per les tecnologies de la informació. Així i tot, la qualitat institucional del país i la seva capacitat d'innovació i d'atreure talent mantindran l'economia nord-americana a la frontera del desenvolupament mundial. En aquest context, és especialment rellevant el resultat de les eleccions presidencials, a la Càmera de Representants i al Senat. Al tancament d'aquesta edició, les enquestes donen un cert marge a H. Clinton en les presidencials, l'agenda econòmica de les quals sembla més sensibilitzada amb aquesta qüestió, amb mesures concretes en matèria tributària, d'infraestructures i educativa, que podrien donar un cert suport al creixement a mitjà i a llarg termini (vegeu el Focus «Clintonomics vs. Trumponomics», de l'IM10/2016, per a una anàlisi de les propostes en matèria econòmica dels dos principals candidats a la presidència dels EUA).

JAPÓ

Continua la fragilitat. Així, l'índex Tankan del 3T, que mesura el sentiment empresarial, es va mantenir en els febles nivells dels últims trimestres. En particular, l'índex per a les grans empreses manufactureres es va situar en els 6 punts (en relació amb els 12 punts del 4T 2015). Per la seva banda, l'índex per a les grans empreses de serveis es va situar en els 18 punts, per sota dels

EUA: salaris

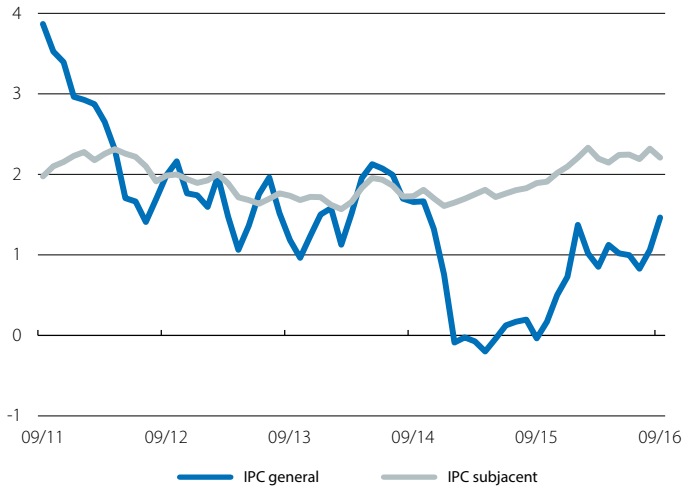
Variació (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

EUA: IPC

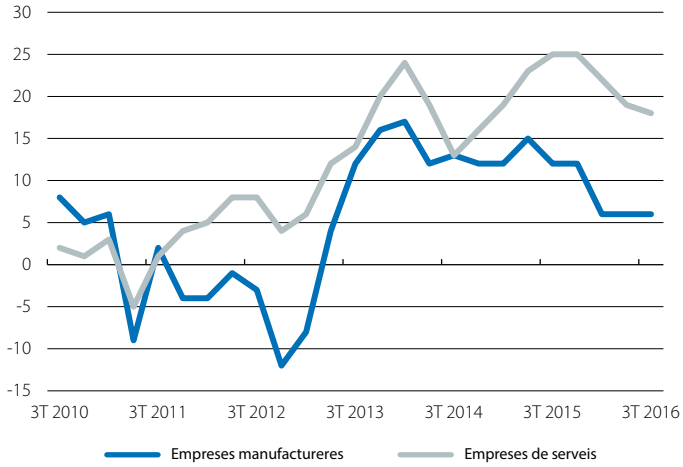
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

Japó: índex de sentiment empresarial (Tankan *)

Nivell



Nota: ** Índex per a grans empreses.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc del Japó.*

25 del 4T 2015. L'apreciació del ien (del +16% enfront del dòlar des de l'inici de l'any) i les persistents pressions deflacionistes (la inflació general es va situar en el –0,5% al setembre) són factors que pesen en negatiu en aquest sentiment empresarial. En conseqüència, la previsió de CaixaBank Research per al 2016 es manté en un contingut 0,6% el 2016 i en l'1,0% el 2017. S'espera que la lleugera acceleració prevista es basi en els estímuls fiscals anunciats l'estiu passat.

EMERGENTS

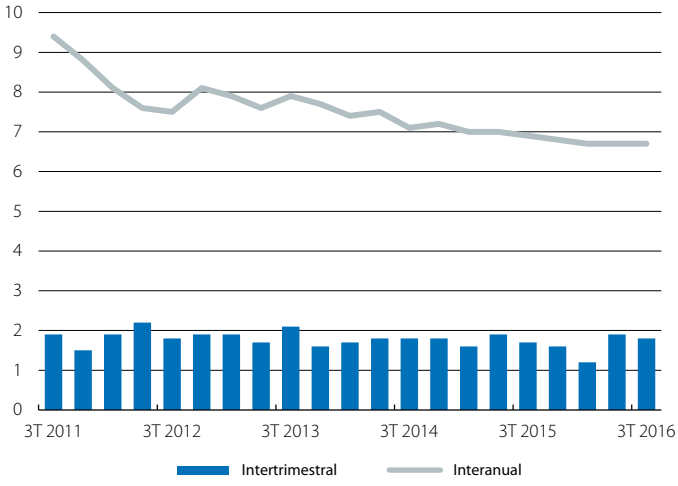
La Xina manté un creixement significatiu. L'economia xinesa va créixer el 6,7% interanual en el 3T, al mateix ritme que en el primer semestre del 2016 i lleugerament per damunt de les previsions de CaixaBank Research i de les del consens d'analistes. Per la seva banda, la majoria dels indicadors d'activitat del setembre es van mantenir dinàmics: les vendes al detall van avançar un notable 10,7% interanual, l'augment més important de l'any, i la producció industrial va créixer el 6,1%, amb prou feines 2 dècimes menys que a l'agost. El sector exterior va ser, segurament, l'únic element que va mostrar una certa feblesa en els dades econòmiques més recents del país: les exportacions van caure el 6,8% interanual (en l'acumulat de 12 mesos), en relació amb el –6,3% de l'agost. Més enllà d'aquesta perspectiva a curt termini, els focus de risc es mantenen elevats. En especial, preocupa l'important i creixent deute corporatiu, finançat, en gran part, pel sistema bancari del país (vegeu el Focus «El sistema financer xinès: un gegant amb peus de fang?», en aquest mateix informe).

Rússia i el Brasil, dos grans emergents, veuen la llum al final del túnel. Malgrat que els dos països encara marcaran reculades en el còmput anual del 2016 (el –0,8%, Rússia i el –3,3%, el Brasil), els indicadors més recents d'activitat del 3T indiquen una certa millora en les dues economies. En particular, a Rússia, s'espera un avanç positiu del PIB en el 3T (en termes intertrimestrals). Al Brasil, sembla que la caiguda de l'activitat ha tocat fons, i s'espera una reculada mínima en termes intertrimestrals. Així i tot, al país llatinoamericà, són molts els dubtes sobre la capacitat de neutralitzar l'important dèficit públic i sobre la voluntat d'emprendre mesures que millorin la capacitat de creixement a mitjà termini.

A Mèxic, el PIB sorprèn en positiu. El PIB del 3T va avançar l'1,0% intertrimestral, per damunt de les previsions del consens d'analistes i del –0,2% del 2T. Aquest registre, una mica millor del que s'esperava, afegit a l'augment del preu del petroli (esperonat per la possibilitat d'un acord que limiti l'oferta de cru per part de l'OPEP), a la reducció de la incertesa financera i a la millora de l'evolució del PIB dels EUA en el tram final del 2016, ofereix una perspectiva de millora continuada de cara als propers trimestres.

Xina: PIB

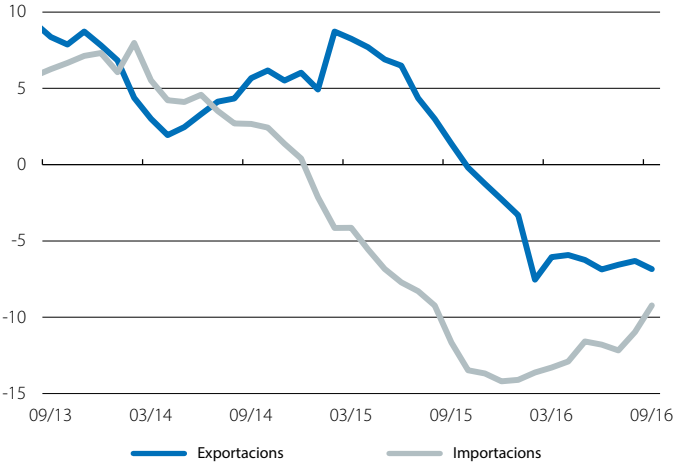
Variació intertrimestral i interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa.*

*Xina: comerç exterior de béns **

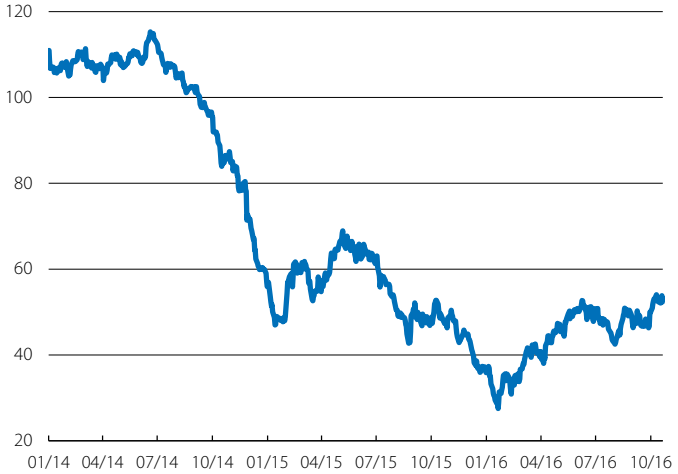
Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)



Nota: ** Dades nominals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Duana de la Xina.*

Preu del barril de petroli Brent

(Dòlars per barril)



Font: *CaixaBank Research, a partir de Thomson Reuters Datastream.*

FOCUS · Deute emergent: un flanc feble davant la normalització monetària de la Fed

El deute del sector no financer (empreses, llars i sector públic) es va situar, a nivell mundial, en el 245% del PIB en el 1T 2016, el seu màxim històric. Més de dos terços d'aquest deute correspon als països avançats. Vol dir això que el deute dels emergents no hauria de preocupar? Aquesta lectura és, probablement, errònia. Malgrat que el nivell del deute emergent és menor que el dels avançats, el seu augment des del 2006 crida l'atenció i, fins a cert punt, és preocupant: mentre que el deute no financer avançat s'ha multiplicat per 1,4 de llavors ençà, el dels emergents s'ha multiplicat per 3,4. En aquest punt del debat, s'acostuma a afirmar que l'agregat emergent està dominat pel fet que la Xina, per si sola, representa el 60% del total. La Xina, efectivament, és un focus de risc, però, fins i tot quan se l'exclou de l'equació, els senyals d'alerta es mantenen, ja que el deute de la resta d'emergents s'ha duplicat des del 2006.[1]

Són excessius aquests nivells? Una via per respondre aquesta pregunta consisteix a comparar-los amb la seva evolució tendencial. Segons el BIS, la història ens diu que, quan la distància entre el nivell actual del crèdit (en percentatge del PIB) supera en un 10% la tendència a llarg termini, la tendència habitual és que es produeixin crisis financeres en els tres anys següents.[2] Es troben en aquesta situació de vulnerabilitat, o molt a prop, Xile, Indonèsia, Malàisia, l'Aràbia Saudita, Tailàndia i Turquia.

Així mateix, un altre dels aspectes que podrien jugar un paper clau en un entorn advers de finançament internacional és el vinculat al deute extern. Malgrat que la visió convencional actual és que el deute extern no és un problema greu, com sí va ser-ho en les crisis financeres de les dècades del 1980 i del 1990, la veritat és que tancar el tema pot ser prematur. El deute extern de Malàisia i de Polònia supera, en l'actualitat, el 70% del PIB; el de Xile, el 60%, i el de Turquia i el de Sud-àfrica, el 50%, xifres que s'apropen massa als llindars de seguretat habituals per als emergents. Un altre aspecte rellevant és el relacionat amb el perfil temporal del deute, que s'acostuma a relacionar amb la disponibilitat de les reserves internacionals: Turquia se situa en una zona de major vulnerabilitat, ja que les seves reserves internacionals no cobreixen la totalitat del deute extern a curt termini, i amb prou feines ho fan en els casos de Malàisia i de Sud-àfrica, situació que suggereix una capacitat de resposta limitada davant un eventual tensionament de les condicions financeres.

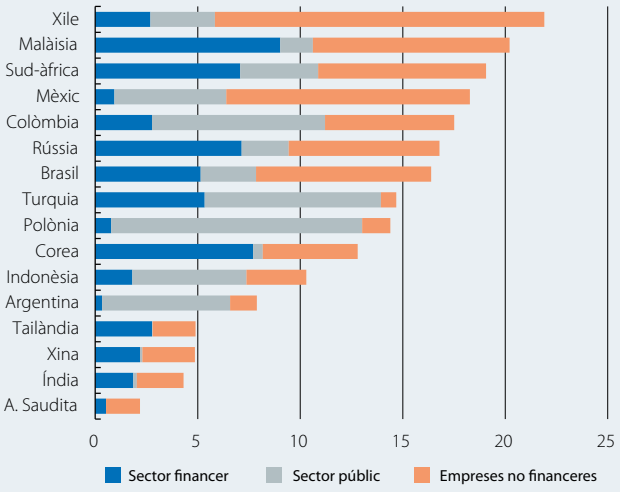
1. Sobre la qüestió xinesa, vegeu el Focus «El deute corporatiu xinès: hi ha motius per preocupar-se?», en l'IM10/2016. Al present Focus, que no aborda la problemàtica xinesa, el grup d'economies emergents estudiat està compost per: Argentina, Brasil, Mèxic, Colòmbia, Xile, Rússia, Índia, Indonèsia, Malàisia, Tailàndia, Corea, Turquia, Polònia, Sud-àfrica i Aràbia Saudita.
2. De forma específica, el BIS estima que, històricament, quan aquesta bretxa ha estat del 10%, prediu correctament el 70% de les crisis financeres que es van produir en els tres anys següents.

A més a més, els passius sensibles davant un enduriment financer internacional no són únicament els que registra el deute extern. En el context d'una globalització creixent, el BIS ha alertat repetidament sobre el risc que representa per a la solvència de la matriu d'una empresa l'emissió de bons internacionals realitzats per filials instal·lades a l'estranger.[3] Tot i que, *a priori*, pugui semblar una casuística anecdòtica, no ho és: al grup dels emergents analitzats, entre el 2006 i el 2015, el total del saldo viu d'emissions de bons internacionals gairebé es va triplicar i va assolir el 12,9% del PIB. A mesura que ha avançat l'últim decenni, el recurs a les emissions de bons internacionals per part del sector públic ha tendit a decréixer a la majoria de països, però, en canvi, han augmentat les emissions del sector financer i, en especial, les de les empreses. En aquest últim segment, destaca la posició molt endeutada de Xile (on el deute internacional de les empreses puja al 16,1% del PIB), de Malàisia (el 9,6%), del Brasil (el 8,5%) i de Sud-àfrica (el 8,2%). Malgrat que moltes de les empreses endeutades d'aquests països es beneficien d'una cobertura «natural» (són exportadores que cobren en dòlars), les xifres continuen sent elevades.

En conclusió, si es comparen les tres llistes d'emergents –els que acumulen nivells elevats de deute, els que exhibeixen dinàmiques de deute extern menys sòlides i els que han aprofitat massa les possibilitats de finançament internacional en moneda estrangera–, alguns noms es repeteixen (Xile i Malàisia) i uns altres surten a dues de les categories (el Brasil, Sud-àfrica i Turquia). Per tant, caldrà estar atent a la seva capacitat per enfrontar-se a una càrrega tan elevada de deute, en especial en un context financer que, probablement, a mesura que la Fed vagi incrementant el tipus d'interès, es tornarà més exigent en els propers trimestres.

Saldo viu de bons internacionals el 2015

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bank for International Settlements.*

3. Un exemple d'aquestes transaccions seria el d'una filial d'una empresa índia instal·lada a Europa que emet un bo en dòlars a Londres.

FOCUS · El sistema financer xinès: un gegant amb peus de fang?

Els dubtes sobre la sostenibilitat de l'elevat deute xinès han alimentat la preocupació sobre l'estat de salut del sistema financer del país, i és que, segons el Banc Mundial, el crèdit domèstic aportat pel sector financer a la Xina representa el 196,9% del PIB (a la zona de l'euro, és el 155,6% i, als EUA, el 238,3%). Més enllà de l'augment del deute, preocupen la seva qualitat i les institucions que protagonitzen aquest fenomen, dos factors que, com veurem, estan molt relacionats.

Pel que fa als protagonistes, els bancs són les institucions que predominen en el sistema financer xinès. Els seus actius quintupliquen els actius de la resta del sector que conforma l'anomenat *shadow banking*. Al seu torn, els grans bancs públics dominen el sector, amb el 38% dels actius bancaris. Així i tot, el mapa bancari canvia: aquesta xifra s'acostava al 50% amb prou feines fa cinc anys. I és que, recentment, han irromput amb força bancs de dimensions més reduïdes, principalment bancs comercials urbans, que ja posseeixen l'11,5% dels actius bancaris (menys de l'1% el 2011), i bancs comercials de capital mixt[1] (el 18,5% dels actius actualment i el 16% el 2011). Actualment, a la Xina, hi ha 133 bancs comercials urbans i 12 bancs de capital mixt.

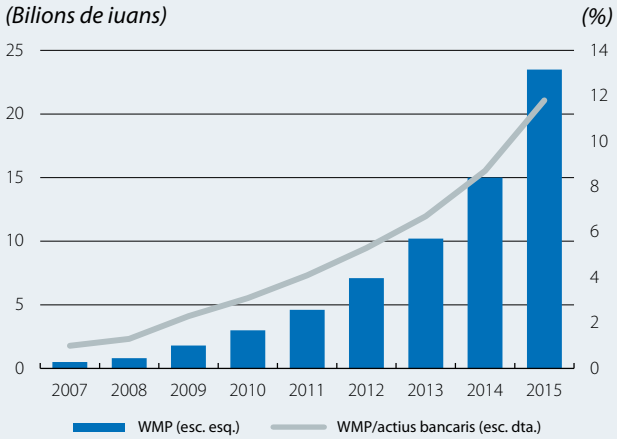
Si ens centrem en l'anàlisi de la qualitat del deute, les xifres oficials de crèdits morosos se situen per sota del 2% del total, però les autoritats xineses han reconegut que el deute de mala qualitat és major. D'una banda, no tot el deute de mala qualitat està classificat com a morós (per exemple, alguns préstecs que han estat reestructurats). De l'altra, existeix la sospita que molts préstecs dubtosos han estat titulitzats i reconvertits en productes de gestió de patrimoni (WMP, per les sigles en anglès), que la banca ha venut a la banca a l'ombra o a clients minoristes. Els WMP són productes financers que ofereixen una rendibilitat superior a la dels dipòsits bancaris i són una font de risc important per dues raons. La primera és que hi ha un gran desconeixement sobre quines inversions financen realment, i, de fet, es tem que siguin inversions d'alt risc, amb un protagonisme important del sector immobiliari (on els temors que s'hagi gestat una bombolla són del tot coneguts). La segona és que existeix un risc de *maturity mismatch*: els WMP que es venen solen vèncer a curt termini (sis mesos), però els actius d'aquests vehicles tenen venciments molt més llargs (préstecs poc líquids amb venciments a més d'un any). Una font addicional de preocupació és l'elevat grau d'incertesa existent sobre el veritable risc que aquests productes representen per als bancs: el 74% dels WMP no disposen d'una garantia explícita per part de les entitats, però es tem que hi hagi una garantia implícita o no formal i que, en cas d'impagament, assumirien una part de les pèrdues.

Han estat els petits i mitjans bancs comercials urbans i de capital mixt i els bancs rurals,[2] que no gaudeixen del mateix grau de suport estatal, els que, majoritàriament, han utilitzat els WMP amb l'objectiu de millorar, artificialment, els balanços davant les autoritats reguladores. Els riscos del sistema financer s'han intensificat recentment, ja que aquests bancs han acudit en massa al mercat interbancari.[3] En la mesura que aquests bancs han augmentat de manera significativa la seva dependència del mercat interbancari, els riscos de contagi des d'aquest segment de bancs a la resta del sistema també s'ha aguditzat. L'últim toc d'alerta l'han donat les principals agències de *rating*, com Moody's i S&P, en advertir que els bancs petits han començat a invertir en els WMP d'altres bancs.

Un altre factor destacat que amenaça la qualitat del deute és l'alt grau d'exposició dels bancs comercials urbans i rurals al mercat immobiliari. Aquest fenomen s'explica pels estrets vincles que aquests bancs mantenen amb el poder local, la qual cosa ha provocat que s'hagi concedit una gran quantitat de crèdits a inversors i a governs locals per finançar costosos projectes immobiliaris de dubtosa viabilitat. Una disminució abrupta dels preus de l'habitatge o del sòl podria tenir un impacte negatiu notable en el balanç d'aquests bancs, ja que reduiria el valor de les garanties utilitzades en els crèdits i faria augmentar la taxa de morositat.

En resum, en els últims trimestres, els riscos del sistema financer xinès han augmentat de forma notable. Els bancs de petites dimensions han guanyat protagonisme, però són les institucions més vulnerables. Això ha provocat un augment de la complexitat i de la interconnexió del sistema financer i ha comportat una atomització significativa dels riscos i un increment del deute de mala qualitat i de l'exposició al sector immobiliari. Aquests elements fan encara més àrdua la tasca de posar una mica d'ordre en el sistema financer xinès, ja prou intricat.

Productes de gestió de patrimoni (WMP)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la China Banking Regulatory Commission i de l'FMI.*

1. El Govern no és el propietari dels bancs de capital mixt, tot i que, en general, té una participació minoritària.

2. Els bancs rurals, el nombre dels quals puja a 2.350, han tingut, en els últims anys, un percentatge dels actius bancaris estable al voltant del 13%.

3. En l'actualitat, segons les dades de l'FMI, el mercat interbancari representa el 16% del finançament total dels bancs, en relació amb el 8% del 2010.

PRINCIPALS INDICADORS

Percentatge de variació en relació amb el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

ESTATS UNITS

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Activitat									
PIB real	2,4	2,6	2,2	1,9	1,6	1,3	–	1,5	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,3	4,2	3,5	4,0	–118,9	3,6	3,3	3,4
Confiança del consumidor *(valor)*	86,9	98,0	98,3	96,0	96,0	94,8	96,7	101,8	103,5
Producció industrial	2,9	0,3	0,1	–1,6	–1,6	–1,1	–0,7	–1,3	–1,0
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	55,6	51,3	51,0	48,6	49,8	51,8	52,6	49,4	51,5
Habitatges iniciats *(milers)*	1.001	1.108	1.156	1.135	1.151,3	1.159,3	1.218	1.150	1.047
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	171	179	179	183	187	188	188	188	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	6,2	5,3	5,2	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9	5,0
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,0	59,3	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	59,8
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	...
Preus									
Preus de consum	1,6	0,1	0,1	0,5	1,1	1,0	0,8	1,1	1,5
Preus de consum subjacent	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2

Nota: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Dept. de Treball, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM i Thomson Reuters Datastream.*

JAPÓ

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Activitat									
PIB real	–0,1	0,6	1,8	0,8	0,1	0,8	–	...	–
Confiança del consumidor *(valor)*	39,3	41,3	41,0	42,2	41,4	41,2	41,3	42,0	43,0
Producció industrial	2,1	–1,2	–0,4	–1,1	–3,2	–1,7	–0,9	1,1	0,8
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,5	12,8	12,0	12,0	6,0	6,0	–	6,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,6	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,1	3,0
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,6	–0,6	–1,0	–0,6	–0,2	0,1	0,4	0,5	0,7
Preus									
Preus de consum	2,8	0,8	0,1	0,2	0,0	–0,3	–0,5	–0,5	–0,5
Preus de consum subjacent	1,8	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,3	0,2	0,1

Nota: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Departament de Comunicacions, Banc del Japó i Thomson Reuters Datastream.*

XINA

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Activitat									
PIB real	7,3	6,9	6,9	6,8	6,7	6,7	–	6,7	–
Vendes al detall	12,0	10,7	10,7	11,1	10,3	10,2	10,2	10,6	10,7
Producció industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	5,9	6,1	6,0	6,3	6,1
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,7	49,9	49,8	49,7	49,5	50,1	49,9	50,4	50,4
Sector exterior									
Balança comercial [1] *(valor)*	383	608	583	608	601	602	610	602	585
Exportacions	6,0	–2,3	–6,3	–5,2	–11,5	–5,0	–5,6	–2,8	–10,0
Importacions	0,4	–14,2	–14,4	–11,8	–13,7	–6,8	–12,6	1,5	–1,9
Preus									
Preus de consum	2,0	1,4	1,7	1,5	2,1	2,1	1,8	1,3	1,9
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	5,60	4,35	4,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,2	6,3	6,3	6,4	6,5	6,5	6,7	6,6	6,7

Notes: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. Milers de milions de dòlars. 2. Final del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.*

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 *brexit* 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 esvair 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 *brexit*.

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 *brexit*. Finalment, en el mateix

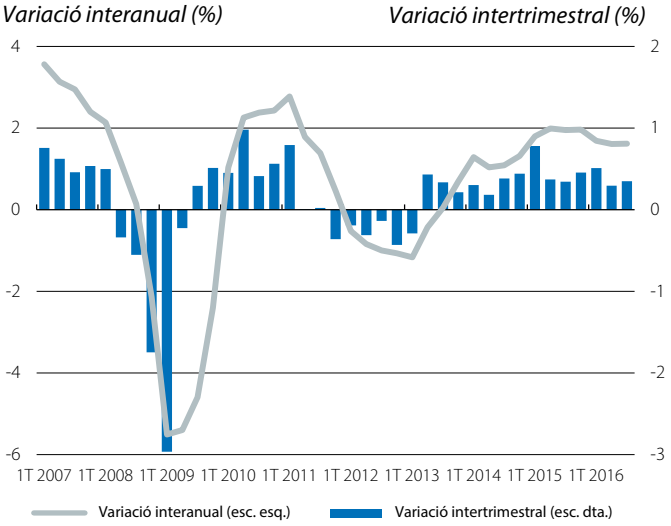
Zona de l'euro: previsions de l'FMI

Variació anual (%)

		Previsió PIB		Variació en relació amb previsió juliol 2016	
	2015	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

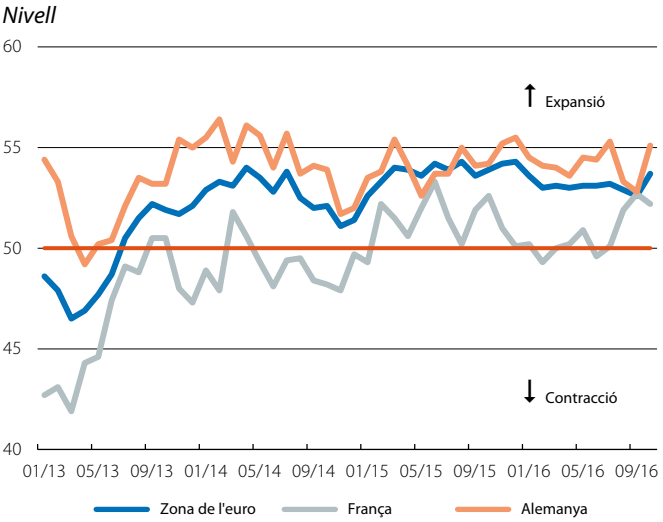
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, octubre del 2016).*

Zona de l'euro: PIB



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

Indicador d'activitat PMI compost



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'embranzida 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.

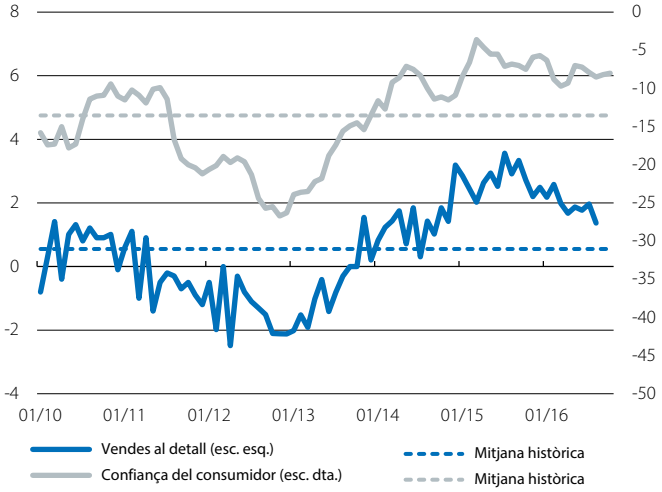
El repunt de la inflació prossegueix segons les previsions. L'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) de l'octubre mostra que la inflació general de la zona de l'euro va augmentar fins al 0,5%, 1 dècima per damunt de la dada del setembre, mentre que la subjacent es va desaccelerar lleugerament fins 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 desaceleració 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

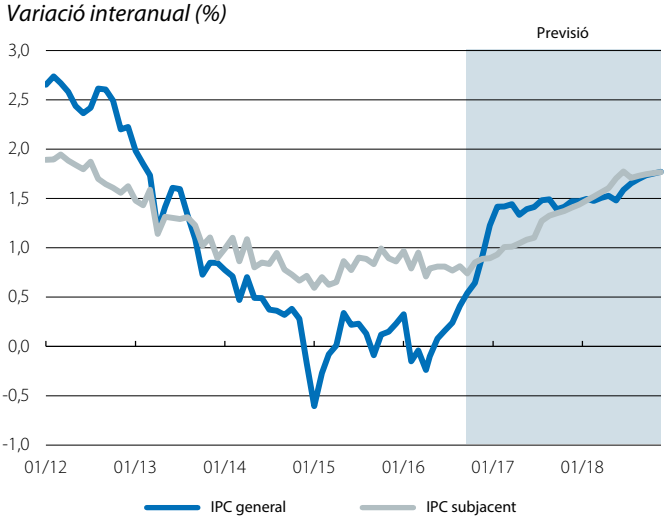
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

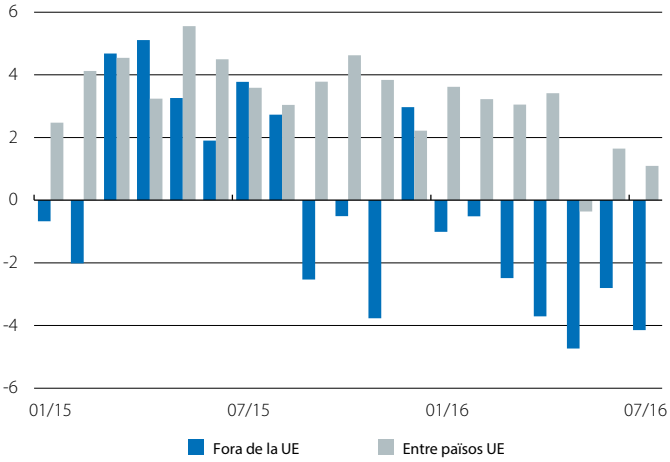
Variació interanual (%)



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

*Unió Europea: exportacions **

Variació interanual (%)



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

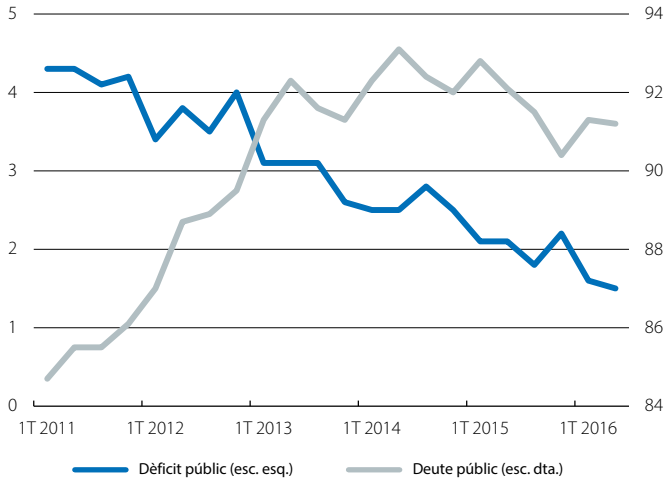
públic es redueix més de pressa als països que partien, el 2015, d'un nivell de deute menor, com Alemanya (el 70,1% en el 2T 2016, –2,5 p. p. en relació amb el 2T 2015), Irlanda (el 77,8% en el 2T 2016, –13 p. p. en relació amb el 2T 2015) i els Països Baixos (63,7 p. p. en el 2T 2016, –3,3 p. p. en 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

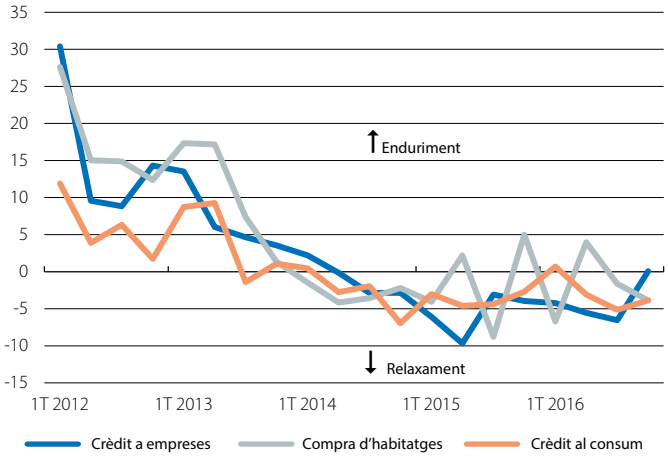
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Zona de l'euro: enquesta sobre préstecs bancaris

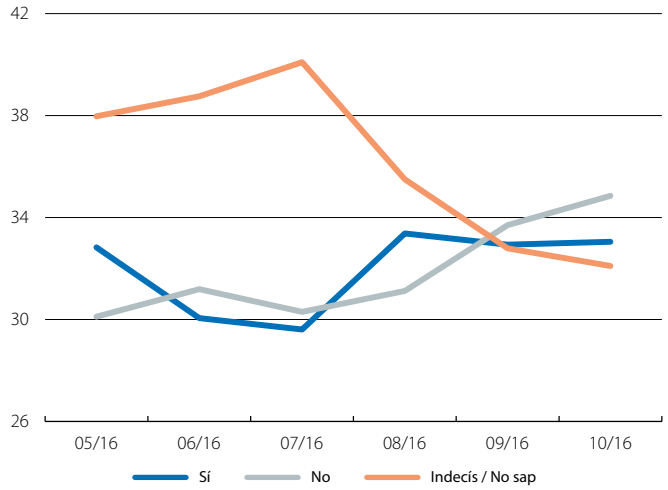
Entitats que endureixen (+) o relaxen (–) els criteris d'aprovació dels préstecs (% net)



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.*

FOCUS · Els mercats de treball de la zona de l'euro després de la crisi: *reality-check*

Des del 2013, l'ocupació es recupera a la zona de l'euro, i està previst que assoleixi, al final del 2016, el nivell anterior a la crisi, el 2008, amb uns 154 milions de persones ocupades. No obstant això, aquesta recuperació encara és incompleta i es produeix a diferents velocitats per països, la qual cosa deriva en una situació molt heterogènia del mercat laboral.

La taxa d'ocupació es va tornar a situar en el 2T 2016 per damunt del 65% en la mitjana de la zona de l'euro, un nivell similar al del 2008. La situació en països com Alemanya és molt bona: la taxa d'ocupació va superar el 74% en el 2T 2016 (4 p. p. més que el 2008). No obstant això, aquesta situació no és, ni de bon tros, generalitzada. En particular, als països de la perifèria, les taxes d'ocupació són gairebé 6 p. p. inferiors al nivell precrisi. En aquest sentit, destaca el cas de Grècia, amb una taxa del 52,1%, gairebé 10 p. p. per sota del nivell del 2008. Si tenim en compte que la taxa d'ocupació mesura fins a quin punt s'utilitzen els recursos de capital humà d'una economia, el seu aprofitament en països de la perifèria és molt inferior al que realitzen Alemanya o els Països Baixos.

La duresa i la durada diferents de la crisi i la intensitat de la recuperació entre països han intensificat encara més les diferències en els nivells d'atur. Al conjunt de la zona de l'euro, la taxa d'atur s'ha reduït de manera continuada però lenta des del 2013 i s'ha situat en el 10,1% en el 2T 2016 (però continua sent 3 p. p. més elevada que el 2008). La baixa taxa d'atur alemanya (el 4,3%) permet qualificar la situació del país com gairebé de plena ocupació, ja que l'atur existent és només friccional a causa del temps que passa mentre els treballadors transiten d'una feina a una altra. Però altres països, com els Països Baixos o França i, en especial, la perifèria, tenen dificultats per reduir l'atur fins als nivells previs a la crisi econòmica. Les taxes d'atur a Itàlia, a Espanya o a Grècia són encara molt elevades: es troben uns 5, 10 i 16 p. p., respectivament, per damunt dels nivells del 2008.

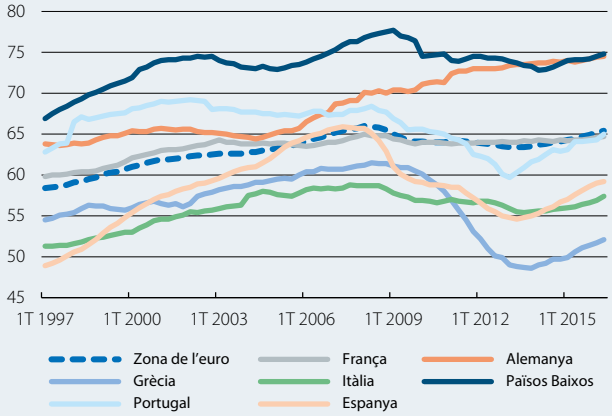
Els treballadors més afectats per la pèrdua de l'ocupació són els menys formats o els més joves i/o amb menys experiència. Per exemple, la taxa d'atur dels joves (de 15 a 24 anys) és més del doble que la general (el 20,9% en el 2T 2016) i assoleix nivells encara més alarmants a la perifèria, propers al 50% a Grècia o a Espanya, el 36% a Itàlia o el 27% a Portugal. Una altra conseqüència del llarg període de crisi econòmica és l'increment de l'atur de llarga durada: a la zona de l'euro, un de cada dos desocupats fa més d'un any que està a l'atur. Això és particularment greu, perquè la dificultat de trobar feina augmenta a mesura que l'individu passa més temps a l'atur.

Una bona notícia en aquest quadre és l'augment constant i generalitzat per països de la participació laboral entre el 2008 i el 2016, que, a la zona de l'euro, va arribar al 72,8% de la població en edat de treballar en el 2T 2016. Un augment propiciat per factors estructurals, com la major participació laboral de les persones més grans, però que s'hauria d'intensificar per poder contrarestar l'envelliment poblacional.[1]

En conclusió, el panorama breument descrit ens mostra que, malgrat que l'ocupació ha assolit un nivell similar al previ a la crisi, encara queda molt camí per recórrer per constatar una recuperació generalitzada dels mercats de treball de la zona de l'euro.

Taxa d'ocupació

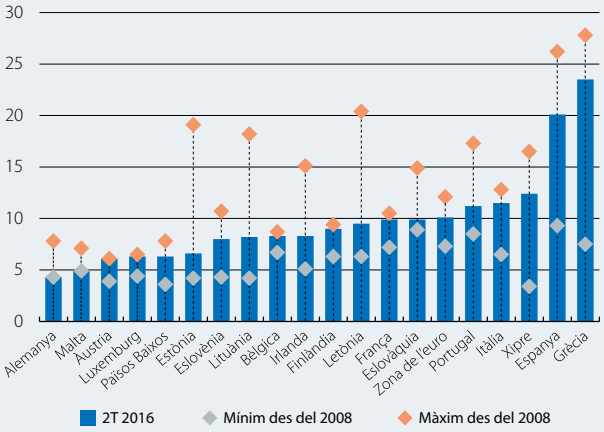
(% de la població en edat laboral)



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

Taxa d'atur

(% de la població activa)



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

1. Vegeu «The 2015 Ageing Report» de la Comissió Europea.

FOCUS · Ajust fiscal a la perifèria: una feina a mig fer

Els països de la perifèria han dut a terme un important esforç de consolidació fiscal en els últims anys. No obstant això, mesurar aquest esforç i analitzar-ne la composició de forma correcta no és una tasca senzilla. Per exemple, en un context de recessió, el balanç pressupostari se sol deteriorar, ja que els ingressos tributaris es redueixen per la caiguda de l'activitat econòmica i algunes partides de despesa, com les prestacions per atur, augmenten. També poden sorgir despeses extraordinàries, com l'assistència financera al sector bancari. En un context de recuperació, succeeix el contrari. Per tant, per mesurar de forma correcta l'esforç fiscal, és important tenir en compte l'efecte dels factors vinculats al cicle.

El balanç ajustat dels efectes del cicle econòmic amb les despeses per interessos descomptats es coneix com balanç estructural primari. Si observem la seva evolució als països de la perifèria entre els anys 2009 i 2013, veiem que l'ajust fiscal[1] va ser superior a 1 p. p. del PIB a l'any i que, en general, es va centrar en les partides de despesa, on el descens va ser, de mitjana, de 4 p. p. del PIB a la perifèria, mentre que l'augment dels ingressos va ser de 2 p. p.

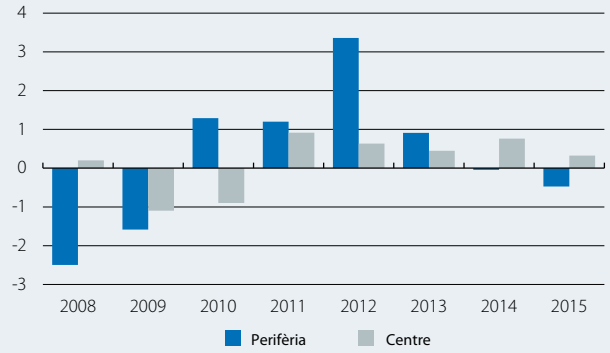
Si centrem l'atenció en l'evolució de les despeses, l'ajust més important es va produir en la inversió pública, que es va reduir gairebé a la meitat al conjunt de països de la perifèria i va representar la meitat de l'ajust total de la despesa pública, en concret[2] p. p. del PIB. Destaca la reducció en les partides d'infraestructura de transport, de defensa militar i de la inversió relacionada amb la prestació de serveis generals. L'ajust en les altres partides de despesa va ser menor, però no menyspreable: la despesa corrent en educació i en sanitat va caure el 9%, mentre que la reducció del consum intermedi i de la despesa salarial d'altres funcionaris va ser del 6%.

Per dur a terme aquests ajustos i per situar amb celeritat el dèficit en una trajectòria descendent, es va recórrer majoritàriament a mesures d'implementació ràpida. Algunes d'aquestes mesures poden haver afectat de manera negativa la prestació dels serveis públics, malgrat que, en la majoria de casos, no és fàcil mesurar-ne l'impacte. Per exemple, les retallades en la despesa sanitària han comportat un augment de les llistes d'espera als països de la perifèria i, pel que sembla, han afectat la qualitat del servei proveït: la proporció de ciutadans satisfets amb la disponibilitat d'una atenció sanitària de qualitat, en general, ha disminuït.[2] De tota manera, també es van aprovar mesures de caràcter estructural que haurien de millorar l'eficiència i la transparència amb què es proveeixen els serveis públics. En aquest sentit, destaquen el foment de les plataformes electròniques i de les centrals de compres en la contractació pública i la reestructuració i la simplificació de les empreses i dels organismes públics.

L'anàlisi de l'ajust del dèficit a la perifèria europea en els últims anys mostra que, en termes estructurals, aquest ajust s'ha centrat, sobretot, en les partides de despesa. No obstant això, com s'ha dut a terme aquest ajust qüestiona que sigui sostenible en el temps. Primer, perquè la major part de l'ajust ha recaigut en la inversió pública, la qual juga un paper important a l'hora de determinar el creixement potencial dels països. De fet, atesos l'elevat volum de deute públic, l'elevada taxa d'atur i les pobres perspectives de creixement a diversos països de la perifèria, aquesta és una de les partides que menys s'hauria d'haver ajustat. I, segon, perquè sembla que la qualitat dels serveis públics també se n'ha ressentit, situació que la ciutadania difícilment acceptarà a mitjà termini. En definitiva, perquè l'ajust de la despesa pública sigui estructural i sostenible en el temps, cal centrar l'atenció en la millora de l'eficiència amb què es proveeixen els serveis públics.

Zona de l'euro: canvi en el saldo estructural primari als països de la perifèria i del centre

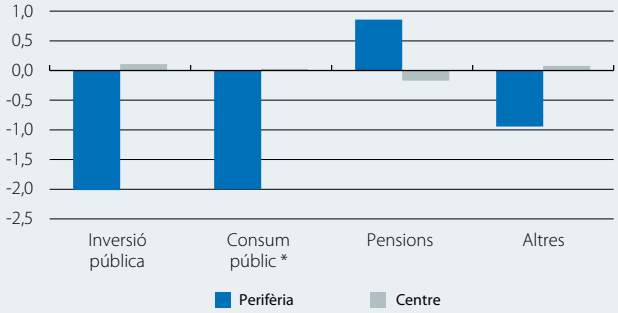
(p. p. del PIB potencial)



Nota: *Els països de la perifèria són Espanya, Irlanda, Itàlia, Grècia i Portugal. Els països del centre són Alemanya, Àustria, Bèlgica, Finlàndia, França i els Països Baixos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

Composició de l'ajust de la despesa pública

(p. p. del PIB potencial)



Notes: *Els països de la perifèria són Espanya, Irlanda, Itàlia, Grècia i Portugal. Els països del centre són Alemanya, Àustria, Bèlgica, Finlàndia, França i els Països Baixos. Període d'ajust: Alemanya, Finlàndia, França i Portugal (2011-2013); Àustria, Bèlgica, Espanya i Grècia (2010-2013); Irlanda (2009-2013); Itàlia (2010-2012), i els Països Baixos (2012-2013).*
** El consum públic inclou les despeses en educació, en sanitat, en altres salaris i en consum intermedi.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

1. Un episodi de consolidació fiscal se sol definir com un període de dos o més anys consecutius de millora en el balanç estructural primari.
2. Vegeu «OECD, Government at a Glance 2015».

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16	10/16
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,4	2,8	2,5	2,3	1,7	1,9	0,6	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	0,9	2,0	1,7	1,3	1,1	–0,5	1,8	...	...
Confiança del consumidor	–10,2	–6,2	–6,4	–8,3	–7,8	–7,9	–8,5	–8,2	–8,0
Sentiment econòmic	101,5	104,2	106,2	104,0	104,3	104,5	103,5	104,9	106,3
PMI manufactures	52,3	52,4	52,8	51,9	51,8	51,4	51,7	52,6	53,3
PMI serveis	53,9	54,6	54,5	53,5	53,0	51,5	52,8	52,2	53,5
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	0,6	1,0	1,3	1,4	1,4	–	...	–	–
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	11,6	10,9	10,5	10,3	10,1	10,1	10,1	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	5,0	4,6	4,5	4,3	4,3	4,2	4,2	...	...
França *(% pobl. activa)*	10,3	10,4	10,2	10,2	10,0	10,3	10,5	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	12,6	11,9	11,6	11,6	11,5	11,4	11,4	...	...
Espanya *(% pobl. activa)*	24,5	22,1	20,9	20,5	20,1	19,6	19,5	...	...

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, el Banc Central Europeu, la Comissió Europea i Markit.*

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en % del PIB dels 4 últims trimestres, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Saldo corrent: zona de l'euro	**2,5**	**3,3**	**3,3**	**3,3**	**3,5**	**3,4**	**3,5**	**...**
Alemanya	7,3	8,5	8,5	8,6	9,0	8,8	8,9	...
França	–1,1	–0,2	–0,2	–0,8	–0,9	–0,9	–1,1	...
Itàlia	1,9	1,6	1,6	1,9	2,3	2,4	2,5	...
Espanya	1,1	1,4	1,4	1,4	1,8	1,8	1,9	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**101,8**	**92,3**	**92,4**	**94,1**	**94,8**	**94,9**	**95,2**	**95,3**

Nota: *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, la Comissió Europea i organismes nacionals d'estadística.*

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres [1]	–2,6	–0,4	0,4	1,1	1,6	1,9	1,9	1,9
Crèdit a les llars [1, 2]	–0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)*	2,0	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge [4] *(%)*	2,6	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,9	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	6,0	11,0	11,4	11,2	10,1	9,4	9,9	9,4
Altres dipòsits a curt termini	–2,0	–3,9	–4,0	–2,6	–2,1	–1,4	–1,5	–1,3
Instruments negociables	–7,2	2,8	0,7	–1,0	2,5	5,0	4,4	5,5
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	...

Notes: *1. Dades ajustades de vendes i titulitzacions. 2. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 3. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 4. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Banc Central Europeu.*

CONJUNTURA · El creixement econòmic va madurant

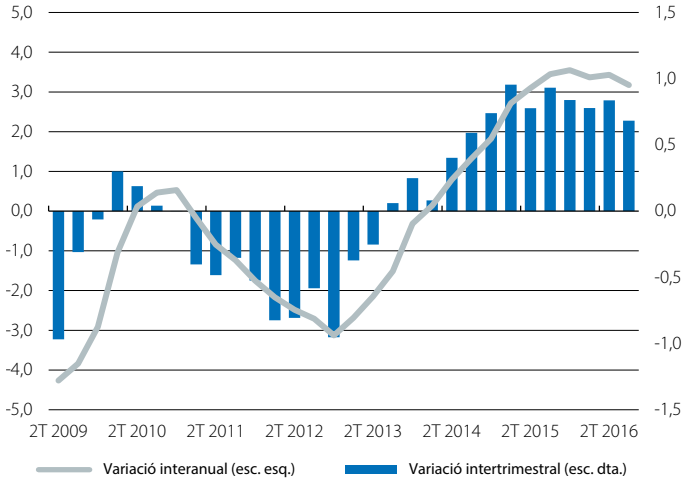
L'economia espanyola continua evolucionant molt favorablement. El creixement del PIB es va situar en el 0,7% intertrimestral en el 3T (el 0,8% en el 2T), un registre molt superior a la mitjana dels països de la zona de l'euro. Amb la publicació d'aquesta dada, l'INE també va revisar la sèrie històrica del PIB trimestral. Les noves dades mostren que el creixement va ser una mica més vigorós en els trimestres precedents, la qual cosa ens empeny a revisar la previsió de l'avanç del PIB per al conjunt de l'any al 3,2%. Sense disposar del detall per components, els indicadors avançats apunten que l'elevat ritme d'avanç va ser liderat per la demanda interna. L'índex de la confiança del consumidor es va situar en els –6,1 punts en la mitjana del 3T, una xifra lleugerament inferior a la mitjana del 2T (–3,2), però que supera amb escreix la mitjana històrica (–13,6). Així mateix, les vendes al detall van augmentar el 3,8% en el 3T (el mateix registre que en el 2T), de manera que s'espera que el consum privat continuï sent el principal motor del creixement. De cara als propers trimestres, esperem que el ritme d'avanç de l'activitat econòmica es moderi i que l'economia entri en una fase del cicle més madura, en què s'espera que la demanda externa reprengui el protagonisme de manera gradual. Els efectes positius dels ajustos estructurals, com els guanys de competitivitat, el reequilibri del sector immobiliari i un sector bancari sanejat donaran suport al creixement de l'activitat a mesura que els vents de cua que han impulsat el creixement de l'economia espanyola en els dos últims anys vagin perdent força de forma gradual.

La creació d'ocupació manté el dinamisme. Les bones dades d'activitat es reflecteixen en la creació d'ocupació, que, des de fa dos anys, no deixa de créixer. Aquesta bona dinàmica es va consolidar en el 3T, tal com ho van avançar les dades d'afiliats i ho han confirmat les dades de l'EPA. En concret, l'ocupació va augmentar el 2,7% en termes interanuals (el 2,4% en el 2T), la qual cosa va permetre que la taxa d'atur es reduís de manera significativa fins al 18,9%, 1,1 p. p. menys que en el trimestre anterior. Arran del dinamisme observat, revisem a l'alça les previsions de creació d'ocupació fins al 2,8% el 2016 i el 2,1% el 2017 (del 2,7% i del 2,0% anterior, respectivament). L'evolució positiva que esperem que mantingui el mercat laboral continuarà impulsant el consum privat i els preus. De tota manera, i malgrat la quantitat de llocs de treball generats en aquests anys, la qualitat de l'ocupació a Espanya és una qüestió que preocupa, i és que, com es descriu al Focus «La qualitat de l'ocupació: Espanya en el context internacional», d'aquest *Informe Mensual*, les estadístiques suggereixen que la qualitat de l'ocupació a Espanya se situa entre les més baixes de l'OCDE.

La inflació es recupera segons les previsions. L'IPC, impulsat pel dinamisme en el consum privat, va créixer el 0,7% interanual a l'octubre i confirma l'inici de la tendència alcista prevista per als propers mesos en desfer-se l'efecte graó de la intensa caiguda

PIB

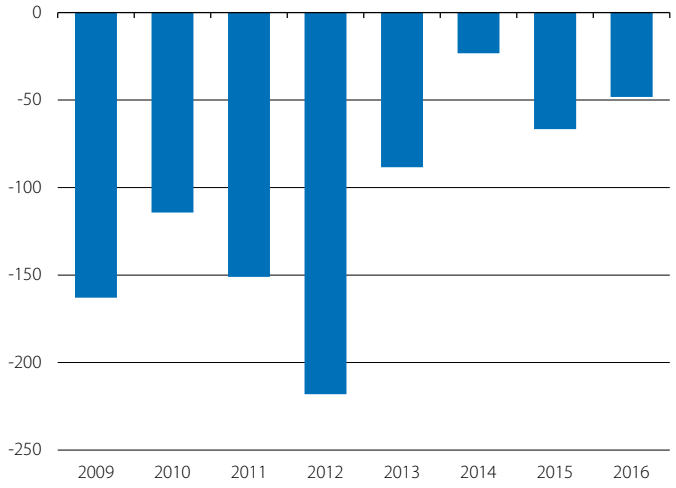
Variació (%) *Variació (%)*



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

Afiliats a la Seguretat Social

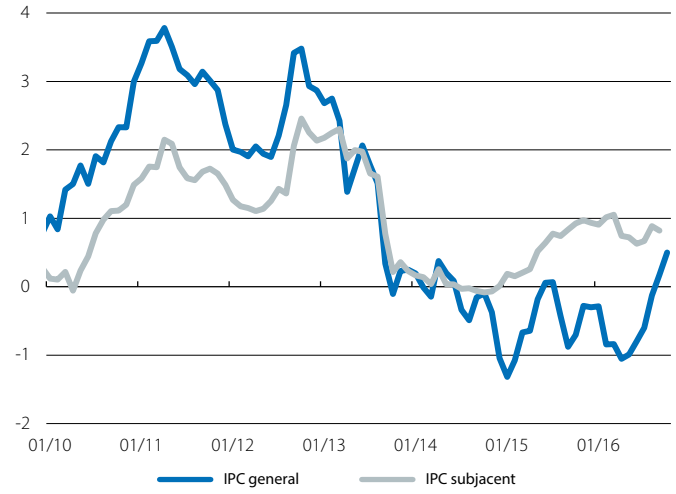
Variació en el 3T (milers)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social.*

IPC

Variació interanual (%)



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

del preu del petroli del final del 2015 i del començament del 2016. De fet, el preu de petroli es manté encara en cotes baixes i, malgrat que esperem que es recuperi de forma gradual, continuarà beneficiant l'economia espanyola i, en especial, la balança comercial.

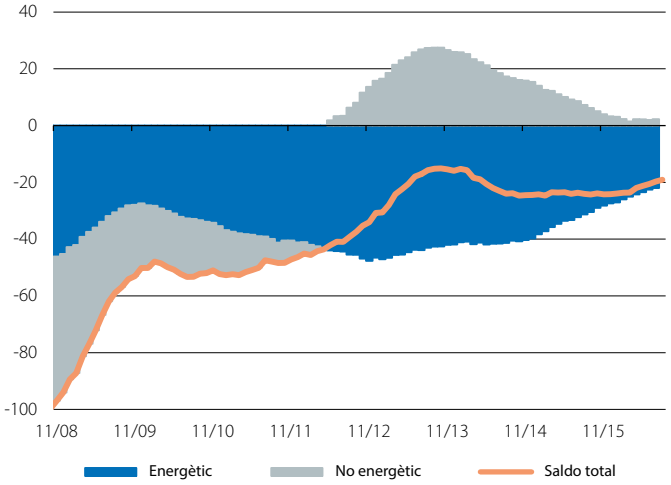
El sector exterior continua oferint bones notícies. A l'agost, el saldo comercial de béns va augmentar fins als –10.996 milions d'euros en l'acumulat de l'any (una millora de 5.075 milions d'euros en relació amb el 2015). Això va ser conseqüència d'una major reculada de les importacions (el 3,5% interanual en l'acumulat de tres mesos) que de les exportacions (el –0,4%). La forta caiguda de les importacions s'explica pel descens del valor de les importacions de béns energètics, gràcies al baix preu del petroli. Les exportacions, que, a curt termini, es continuaran beneficiant de la depreciació de l'euro, mantindran el dinamisme en els propers exercicis, gràcies als guanys de competitivitat assolits en els últims anys, a l'important esforç d'internacionalització dut a terme per les empreses espanyoles i a la diversificació de les destinacions d'exportació més enllà de la zona de l'euro. Malgrat aquesta bona tendència de fons, hi ha certs focus d'incertesa global que preocupen, com el *brexit*, l'alentiment del comerç mundial i l'orientació de la política comercial global cap a un major proteccionisme.

El turisme continua en xifres rècord. Entre el gener i el setembre, van entrar 60 milions de turistes internacionals a Espanya, el 10,1% més que en el mateix període del 2015. La temporada d'estiu del 2016 ha estat històrica. Tal com es detalla al Focus «Turisme, un any excepcional?», d'aquest *Informe Mensual*, l'elevada competitivitat del sector, el suport de la depreciació de l'euro i les turbulències geopolítiques que travessen algunes de les principals destinacions rivals són els principals factors que expliquen el bon funcionament del sector.

El sector immobiliari, que fa mesos que mostra una tendència positiva, manté la dinàmica, gràcies a una demanda d'habitatge que continua en constant augment arran de la recuperació de l'ocupació i de la renda de les famílies, de la millora de les condicions creditícies i de l'embranzida de la demanda d'habitatges per part dels estrangers. En concret, les compravendes d'habitatges es van incrementar el 14,3% a l'agost (en l'acumulat de 12 mesos). El fort impuls de la demanda és molt heterogeni entre províncies, com s'explica al Focus «La demanda d'habitatge: un creixement desigual», d'aquest *Informe Mensual*. Pel costat de l'oferta, els visats d'obra nova es van situar, al juliol, en 60.351 en l'acumulat de 12 mesos, la qual cosa representa una desena part dels visats registrats el 2007. L'heterogeneïtat en la demanda d'habitatge, combinada amb els baixos nivells d'oferta i amb l'escassetat d'habitatges per vendre existent en determinades zones *prime* (per exemple, a les grans ciutats), generarà un increment del preu de l'habitatge molt dispar entre províncies. Per al conjunt del país, esperem que el creixement del preu de l'habitatge se situï en el 2,7% el 2016. Aquest dinamisme observat al sector immobiliari repercuteix de forma positiva sobre el sector bancari.

Saldo comercial

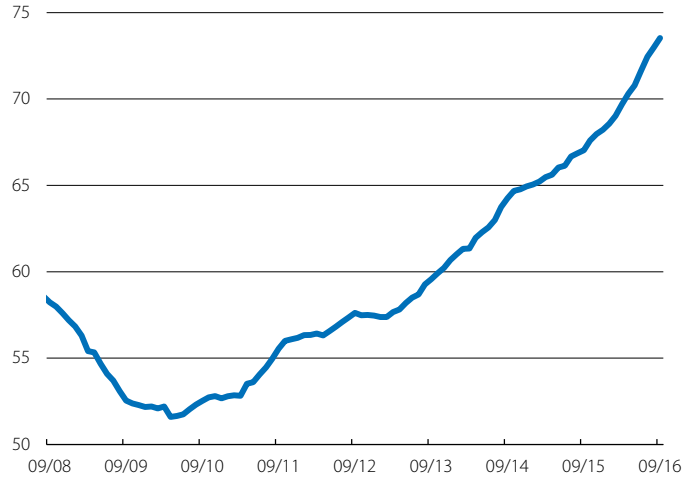
Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Entrada de turistes estrangers

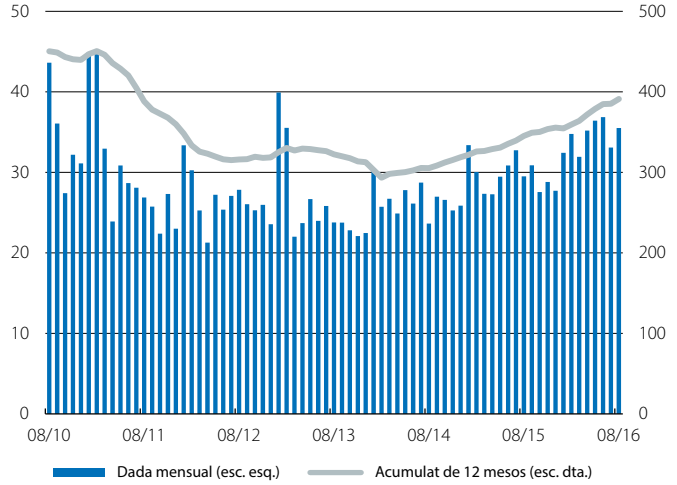
Acumulat de 12 mesos (milions)



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

Compravenda d'habitatges

(Milers d'habitatges) *(Milers d'habitatges)*



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

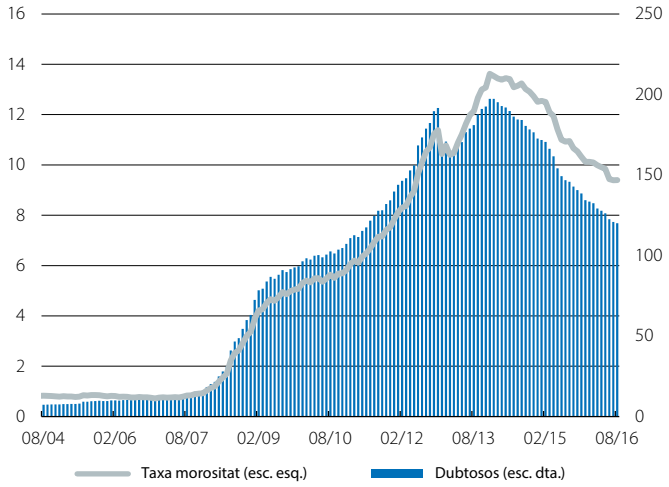
El sector bancari espanyol presenta un alt grau d'estabilitat. Aquesta és la principal conclusió de la sisena avaluació duta a terme per la Comissió Europea després de la finalització del programa d'ajuda financera per a la banca. Una estabilitat que es basa en els baixos costos de finançament, en el creixement econòmic i en la reestructuració del sector que es du a terme. En aquest últim aspecte, però, s'incideix en la necessitat de completar el procés de reestructuració i de privatització pendent. Les dades més recents del sector avalen aquesta visió positiva: a l'agost, el saldo de crèdit dubtós es va reduir lleugerament (–790 milions d'euros), fins als 120.037 milions d'euros, i acumula una reculada del 39% des del nivell màxim assolit al gener del 2014. Paral·lelament, la taxa de morositat es va mantenir en el 9,4% a l'agost i va igualar el registre del juliol. Així i tot, esperem que la millora de l'economia, els baixos tipus d'interès i la venda de carteres de préstecs dubtosos continuaran facilitant la reducció de la morositat de la banca.

L'ajust dels comptes públics continua sent l'assignatura pendent. A l'agost, el dèficit del conjunt de les Administracions públiques, excloses les corporacions locals i les pèrdues per ajudes financeres, es va situar en el 3,3% del PIB, 1 dècima per sota del registre de l'agost del 2015. Per administracions, el dèficit de l'Estat va augmentar fins al 2,6% del PIB al setembre, 3 dècimes per damunt del registre d'un any enrere. L'empitjorament d'aquest registre és degut, en gran part, a la transferència de recursos a les Administracions territorials a l'agost corresponents a la liquidació del sistema de finançament de l'any 2014. Gràcies, en gran part, a aquesta transferència de recursos, les comunitats autònomes milloren en 7 dècimes la dada de l'agost del 2015 i registren un dèficit del 0,1% al juliol. En canvi, els problemes estructurals a la Seguretat Social n'intensifiquen el dèficit, que va empitjorar fins al 0,6% del PIB a l'agost (3 dècimes per damunt del registrat en el mateix període del 2015). En conseqüència, les dades d'execució pressupostària disponibles fins avui reflecteixen un ajust insuficient en els comptes públics, tot i que la reforma de l'impost de societats aprovada recentment pel Govern hauria de corregir aquesta tendència en el tram final de l'any i permetre complir l'objectiu de dèficit del 4,6% pactat amb la Comissió Europea. No obstant això, el nivell de deute públic, que supera el 100% del PIB, recorda que continua sent imprescindible persistir en el procés de consolidació fiscal.

Els Pressupostos Generals de l'Estat del 2017 no contemplen mesures d'ajust. Els pressupostos presentats, que són una pròrroga dels del 2016, es basen en unes previsions macroeconòmiques raonables (es preveu un creixement del 2,3% del PIB i del 2,2% de l'ocupació). La bona marxa de l'economia permetrà, segons els pressupostos, disminuir el dèficit en 0,8 p. p., de manera que se situaria en el 3,6% del PIB el 2017. En conseqüència, per assolir l'objectiu acordat amb la Comissió Europea (el 3,1%), serà necessari que el nou Govern presenti uns pressupostos actualitzats que incloguin mesures d'ajust, tal com ho ha reclamat la Comissió Europea.

Taxa de morositat i crèdits dubtosos

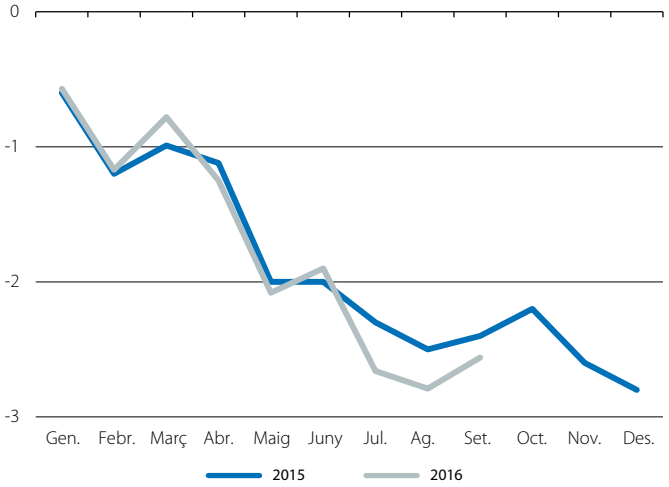
(%) *(Milers de milions d'euros)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Saldo pressupostari de l'Estat

Acumulat en l'any (% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE.*

Previsions econòmiques dels Pressupostos Generals de l'Estat 2017

Variació anual (%)

	2015	Govern Octubre 2016		CaixaBank Octubre 2016	
		2016 Previsió	2017 Previsió	2016 Previsió	2017 Previsió
PIB real	3,2	2,9	2,3	3,2	2,4
PIB nominal	1,6	2,0	3,2	3,6	3,7
Ocupació (ETC)	3,0	2,7	2,2	2,8	2,1
Taxa d'atur (%)	22,1	19,7	17,8	19,7	18,2
Tipus d'interès (deute públic a 10 anys)	1,8	1,7	1,9	1,4	1,7

Font: *CaixaBank Research, a partir dels Pressupostos Generals de l'Estat 2017.*

FOCUS · La qualitat de l'ocupació: Espanya en el context internacional

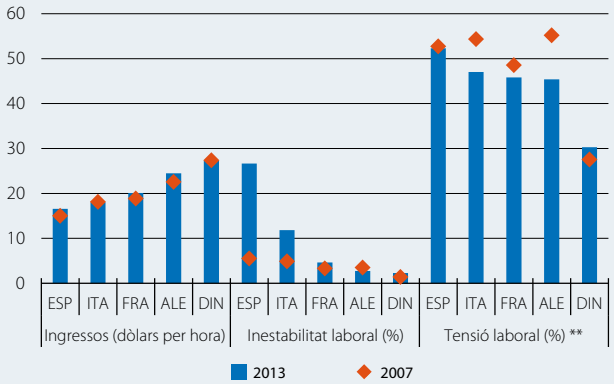
El mercat laboral espanyol evoluciona de forma favorable en termes de quantitat: en els tres últims anys, el nombre d'ocupats ha augmentat gairebé en 1,5 milions i la taxa d'atur ha baixat en uns 8 p. p., fins a situar-se en el 18,9% en el 3T 2016. No obstant això, una de les qüestions que més preocupa és la qualitat de l'ocupació que es genera.

Mesurar la qualitat de l'ocupació no és una tasca senzilla. Els experts en la matèria assenyalen que es tracta d'un concepte multifacètic i que cal tenir en compte diverses característiques, tant de la relació laboral com del lloc de treball. L'OCDE, per exemple, ha proposat un marc conceptual per avaluar la qualitat de l'ocupació a partir de tres components: els ingressos (ajustats per la desigualtat de la seva distribució), l'estabilitat laboral i l'ambient de treball, mesurat com la pressió que pateix l'empleat per un excés de peticions o amb recursos insuficients per desenvolupar les seves tasques. Segons aquests indicadors, la qualitat de l'ocupació a Espanya se situa entre les més baixes dels països de l'OCDE. En concret, Espanya es troba entre els 10 països amb pitjors indicadors en dos dels tres factors analitzats, juntament amb països com Eslovàquia, Grècia, Hongria, Itàlia, Polònia, Portugal i Turquia.[1] A l'altre extrem, se situen Noruega, Suïssa o Dinamarca, país que és esmentat, generalment, com a paradigma d'un mercat laboral eficient.[2] La mala posició que ocupa Espanya en el rànquing dels països desenvolupats s'explica, en part, pel major impacte de la crisi al mercat laboral espanyol. Així, entre el 2007 i el 2013, Espanya va empitjorar en el component d'estabilitat laboral, amb una davallada de la posició 27 a la 32 (de 33 països), i, en el component d'ambient de treball, Espanya és la penúltima classificada, per davant de Grècia. De tota manera, fins i tot abans de la crisi, quan la taxa d'atur se situava al voltant del 8%, la situació del mercat laboral en termes de qualitat no era gens envejable (vegeu el primer gràfic).

El marc conceptual proposat per l'OCDE té com a objectiu avaluar la qualitat de l'ocupació des d'un punt de vista individual, per l'impacte que té sobre el benestar dels treballadors. La qualitat de l'ocupació, però, també és una qüestió fonamental des del punt de vista agregat, ja que està estretament vinculada a la millor utilització del treball com a factor productiu. En efecte, la qualitat de l'ocupació influeix sobre la participació al mercat laboral i sobre la productivitat dels treballadors i, en conseqüència, incideix de forma directa sobre el funcionament macroeconòmic d'un país. Des d'aquesta òptica, és pertinent explorar altres dimensions, com el tipus de contracte laboral o el grau d'utilització dels recursos laborals en una economia. Així, el tipus de contracte pot afectar la productivitat, ja que els incentius de l'empleat i de l'ocupador d'invertir en capital humà específic i en formació són inferiors quan la durada de la relació laboral és menor. D'altra banda, un grau d'utilització dels recursos laborals per sota del seu potencial redueix la producció total de l'economia. Per mesurar aquest grau, es poden utilitzar variables com el percentatge d'empleats a temps parcial que preferirien treballar a temps complet o el nivell de sobrequalificació dels empleats (formació de l'empleat superior a la requerida pel lloc de treball). La comparativa internacional reflecteix, de nou, una situació poc encoratjadora a Espanya (com ho mostra el segon gràfic). Així, doncs, queda molt camí per recórrer. Les polítiques laborals s'haurien d'encaminar a millorar no solament la quantitat d'ocupació, sinó també la seva qualitat.

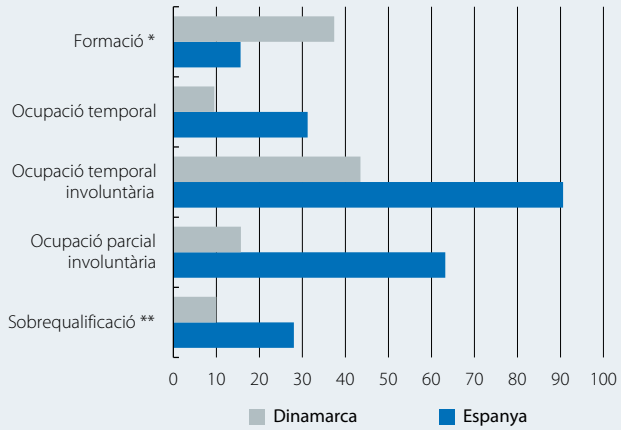
1. Dades del 2013 per als dos primers components i des del 2015 per al tercer component. Vegeu «OECD Employment Outlook 2016».
2. El mercat laboral danès es caracteritza per la flexiseguretat, que, mitjançant contractes estables, subsidis d'atur i polítiques actives, compagina la flexibilitat laboral necessària per a les empreses amb la seguretat per als empleats.

Components de la qualitat de l'ocupació segons l'OCDE *



Notes: ** Ingressos en dòlars per hora ajustats per poder de compra i per la desigualtat de la seva distribució. La inestabilitat laboral mesura el risc de perdre la feina i el cost esperat com a percentatge dels ingressos previs. La tensió laboral mesura la proporció de treballadors que experimenten un desequilibri entre la demanda de feina i els recursos disponibles per realitzar-la. ** Dades del 2005 i del 2015.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (Job Quality Database, 2016).*

Indicadors de qualitat de l'ocupació
(%)



Notes: ** Treballadors que han participat en formació en les quatre últimes setmanes.*
*** Percentatge d'empleats amb educació superior que realitzen tasques que requereixen habilitats mitjanes o baixes.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'OCDE.*

FOCUS · La demanda d'habitatge: un creixement desigual

La recuperació del mercat immobiliari es consolida mes rere mes. Així ho indica el nombre de compravendes d'habitatges, que manté un ritme de creixement de dos dígits des de fa un any i mig. Aquest vigorós ascens se sustenta en uns factors de base, comuns a tot el territori, que impulsen l'augment de la demanda d'habitatge a nivell agregat. A això s'afegeixen uns factors que afecten de manera diferent cada regió i que fan que la recuperació sigui especialment intensa en algunes zones (vegeu el primer gràfic).

Entre els factors comuns que encoratgen la demanda d'habitatge, cal destacar la millora de les condicions financeres i la recuperació de l'activitat econòmica. El sanejament del sector bancari i la política monetària acomodatícia del BCE han facilitat una millora de les condicions creditícies. Això queda reflectit en el creixement de les noves operacions de crèdit hipotecari, que va ser del 13% en l'acumulat d'any fins a l'agost (el 24,4% si s'exclouen els refinançaments), o en la reducció dels tipus d'interès dels crèdits hipotecaris, propera als 0,9 p. p. en els dos últims anys. Paral·lelament, el dinamisme en la creació d'ocupació afavoreix un increment de la renda disponible de les famílies.

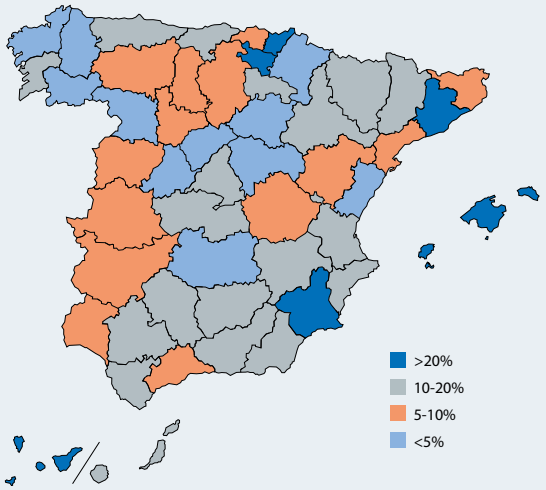
Al mateix temps, factors de caràcter més local pressionen a l'alça la demanda d'habitatge en determinades zones. En aquest sentit, destaca l'embranzida de la demanda estrangera. La compra de segones residències per part d'estrangers és la responsable d'una bona part de les compravendes registrades a la costa mediterrània i a les Illes Canàries. En concret, representen més del 30% del total de les compres a les Balears, a les Canàries, a Màlaga i a Múrcia (com ho mostra el tercer gràfic). Paral·lelament, la compra d'habitatge per motius d'inversió adquireix més rellevància, atesa la seva atractiva rendibilitat en relació amb altres alternatives,[1] i representa ja el 20% del total de compravendes.[2] Aquest fenomen és especialment rellevant a les grans ciutats, que, a més a més, atreuen inversors internacionals.[3]

La unió d'aquests factors, comuns i locals, és la responsable del creixement dispar de les compravendes registrat en l'actual cicle expansiu. Aquesta diversitat en la demanda es trasllada als preus, que mostren també una evolució molt desigual a tot el territori. La recuperació no és homogènia.

1. En el 2T 2016, la rendibilitat de l'habitatge, definida com el lloguer mitjà anual per m² dividit pel preu mitjà per m² de 12 mesos enrere, va ser del 4,4%.
2. Vegeu Servihabitat Trends (2016), «Mercat residencial a Espanya».
3. Per exemple, a PWC (2016), «Emerging Trends in Real Estate», Madrid és la quarta ciutat europea més atractiva per invertir i Barcelona se situa en el número 12.

Compravenda d'habitatges en el 2T 2016

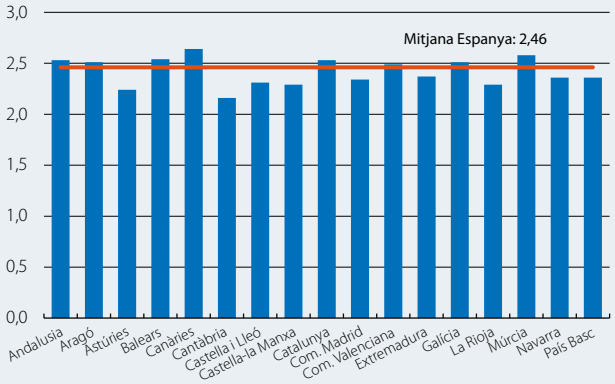
Variació acumulada de quatre trimestres (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment.*

Tipus d'interès dels nous crèdits hipotecaris en el 2T 2016

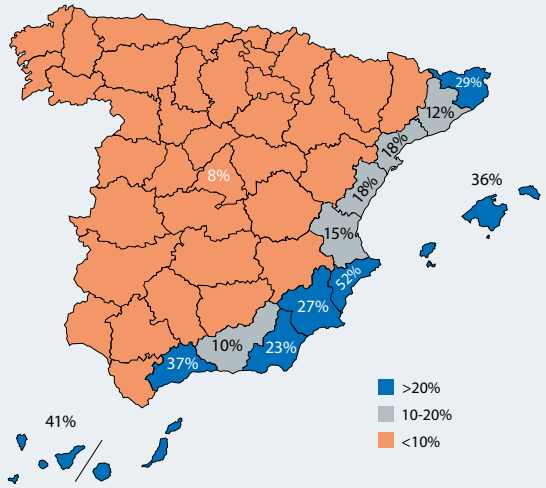
(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Col·legi de Registradors de la Propietat, Mercantils i Béns Mobles d'Espanya.*

Compravenda d'habitatges per estrangers en el 2T 2016

(% del total de compravendes)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment.*

FOCUS · Turisme, un any excepcional?

El 2016 és un any excepcionalment bo per al turisme estranger a Espanya. Entre el gener i el setembre, van arribar 60 milions de turistes, el 10,1% més que en el mateix període del 2015. Aquestes xifres situen Espanya entre els tres primers països del món en recepció de turisme internacional (juntament amb els EUA i la Xina). Una altra xifra que mostra de forma clara el bon moment que travessa el sector, i la importància que això té per al conjunt de l'economia, és que els ingressos del turisme estranger representaran gairebé el 5% del PIB el 2016.

L'impacte del turisme estranger a Espanya és relativament elevat quan es compara a nivell internacional:[1] el sector aporta el 7,7% del PIB, una xifra superior a la de països similars en dimensió i oferta, com Itàlia (el 2,8%) o França (el 2,6%), tot i que inferior a la de països com Portugal i Grècia, amb el 10,8% i l'11,2%, respectivament (vegeu el primer gràfic). La importància del sector turístic, per tant, fa imprescindible valorar-ne l'evolució més recent i les perspectives de futur.

En l'últim any, el turisme estranger a Espanya ha crescut més de pressa que en països amb un atractiu turístic similar. Així, mentre que les pernoctacions de turistes estrangers a Espanya s'han accelerat el 2015 i el 2016, a Itàlia –potser la destinació més comparable– i a Grècia, s'han desaccelerat, i el creixement, en els 12 últims mesos fins al juny, s'ha apropat al 0,5%. Croàcia té un patró similar a l'espanyol, però parteix de nivells molt més baixos. Podem esperar que continuï aquesta bonança?

Els bons resultats del 2016 es basen, en gran part, en l'elevada competitivitat del sector turístic espanyol. Espanya ocupava el primer lloc en el rànquing mundial del World Economic Forum el 2015 (8è el 2011 i 4t el 2013), per damunt de França (2n), d'Itàlia (8è), de Grècia (31è) o de Croàcia (33è). En relació amb Itàlia, Espanya sustenta el seu avantatge en la competitivitat de preus i, en especial, en unes millors infraestructures de transport i de serveis.

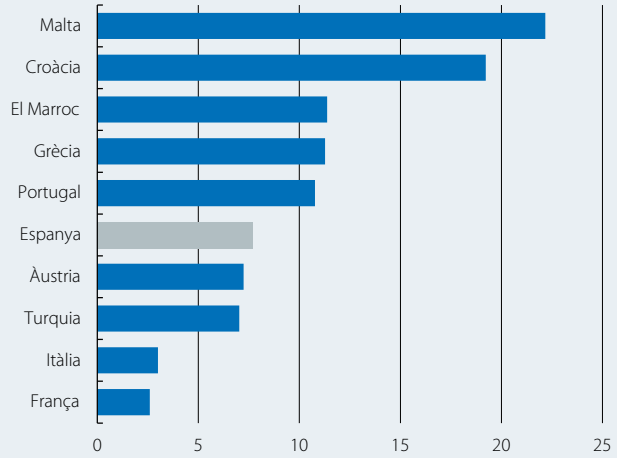
D'altra banda, també cal destacar que les destinacions turístiques europees, i, en especial, Espanya, s'han beneficiat de factors externs, com les turbulències geopolítiques en destinacions del nord d'Àfrica i de l'Orient Mitjà, com Egipte o Tunísia, que produeixen un redireccionament del turisme que anava a aquesta regió cap a destinacions més segures, com Espanya o Itàlia. Ja que no es preveu una disminució ràpida d'aquestes tensions, aquests factors externs propiciarien la continuïtat de la bona temporada del 2016. No obstant això, cal matisar aquesta observació. Si analitzem el creixement dels turistes que rep Espanya per país d'origen, s'observa que l'arribada de turistes britànics s'ha accelerat (l'11,8% interanual en els 12 últims mesos fins a l'agost) i la de turistes alemanys ha perdut pes (el 2,5%).

En aquest sentit, és interessant destacar la major sensibilitat del turisme britànic a les condicions econòmiques domèstiques. En concret, la correlació de les entrades de turistes per procedència amb el creixement del PIB del país d'origen és elevada en el cas dels britànics, mentre que, en el cas dels alemanys o dels francesos, és més moderada. Pel que fa al turisme britànic, cal afegir que, tot i que representa el 23,5% del total, va contribuir en un 35% a l'increment dels ingressos turístics en els 12 últims mesos fins a l'agost (vegeu el segon gràfic). Ateses aquestes xifres, no hi ha dubte que la gestió del *brexit* és un important factor de risc per al sector turístic espanyol.

1. Dades d'Oxford Economics i del World Travel & Tourism Council.

Contribució del turisme estranger al PIB

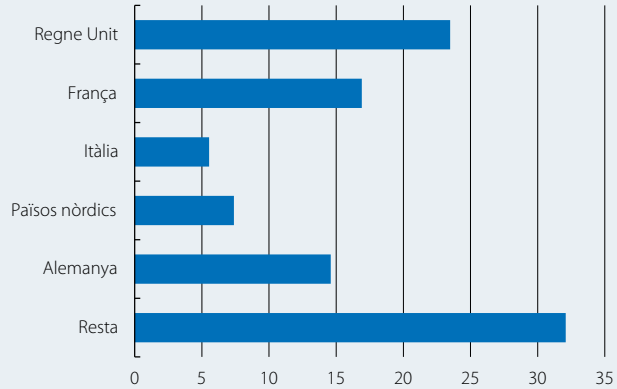
(% del PIB)



Nota: ** Dades del 2015.*
Font *CaixaBank Research, a partir de dades del World Travel & Tourism Council, d'Oxford Economics i de l'FMI.*

*Espanya: turisme per país d'origen **

(%)



Nota: ** Fracció del total de turistes estrangers. Dades de l'agost del 2016 (acumulats de 12 mesos).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

PRINCIPALS INDICADORS

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

Indicadors d'activitat

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16	10/16
Indústria									
Consum d'electricitat	–0,1	1,6	2,5	–0,8	0,9	–3,7	0,3	3,8	...
Índex de producció industrial	1,3	3,3	4,2	2,6	1,4	0,2	4,2	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–7,1	–0,3	0,3	–1,9	–2,8	–3,1	–5,2	–3,0	–0,1
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	53,6	52,5	54,3	52,5	51,0	51,0	52,3	...
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	–7,7	20,0	31,1	45,2	47,9	46,9	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	–5,6	10,9	11,9	10,6	14,1	13,5	13,3	...	...
Preu de l'habitatge	–2,4	1,1	1,8	2,4	2,0	–	–	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	7,2	5,6	4,8	5,9	7,4	8,5	...	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,2	57,3	55,9	54,7	55,5	54,1	56,0	54,7	...
Consum									
Vendes comerç al detall	1,0	3,0	3,4	3,8	3,8	5,0	3,2	3,4	...
Matriculacions d'automòbils	18,4	21,3	17,1	8,0	17,8	4,3	14,6	14,0	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–8,9	0,3	1,6	–2,5	–3,2	–5,8	–5,2	–7,3	–4,8

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Ministeri d'Economia, el Ministeri de Foment, l'Institut Nacional d'Estadística, Markit i la Comissió Europea.*

Indicadors d'ocupació

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Afiliats a la Seguretat Social [1]								
Sectors d'activitat								
Indústria	0,1	2,2	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8
Construcció	–1,6	4,7	4,1	2,6	2,1	2,5	2,6	2,8
Serveis	2,2	3,5	3,4	3,1	3,0	3,3	3,3	3,3
Situació professional								
Assalariats	1,4	3,5	3,6	3,4	3,1	3,5	3,5	3,5
No assalariats	2,2	1,9	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9
TOTAL	**1,6**	**3,2**	**3,2**	**3,0**	**2,7**	**3,1**	**3,0**	**3,0**
Població ocupada [2]	**1,2**	**3,0**	**3,0**	**3,3**	**2,4**	**–**	**2,7**	**–**
Contractes registrats [3]								
Indefinits	18,8	12,3	7,6	8,3	17,4	10,9	30,9	11,8
Temporals	13,1	11,2	11,8	6,2	9,1	0,4	15,3	5,7
TOTAL	**13,4**	**11,3**	**11,5**	**6,4**	**9,8**	**1,1**	**16,3**	**6,2**
Atur registrat [3]								
Menors de 25 anys	–8,2	–11,0	–11,7	–10,9	–12,0	–14,3	–14,8	–14,0
Resta d'edats	–5,3	–7,2	–7,5	–7,8	–7,5	–8,5	–8,6	–8,7
TOTAL	**–5,6**	**–7,5**	**–7,9**	**–8,1**	**–7,9**	**–9,0**	**–9,1**	**–9,1**

Notes: *1. Dades mitjanes mensuals. 2. Estimació EPA. 3. Dades del Servei Públic d'Ocupació Estatal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, l'Institut Nacional d'Estadística i el Servei Públic d'Ocupació Estatal.*

Preus

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16	10/16
General	**–0,1**	**–0,5**	**–0,3**	**–0,7**	**–0,9**	**–0,6**	**–0,1**	**0,2**	**0,7**
Subjacent	0,0	0,6	0,9	1,0	0,7	0,7	0,9	0,8	...
Aliments sense elaboració	–1,2	1,8	2,5	2,1	2,7	5,7	3,7	1,2	...
Productes energètics	–0,8	–9,0	–10,2	–13,1	–13,6	–12,0	–9,1	–4,8	...

Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Institut Nacional d'Estadística.*

Sector exterior

Saldo acumulat durant els 12 últims mesos en milers de milions d'euros, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual)*	2,5	4,3	3,4	3,8	0,2	4,3	–9,1	8,9
Importacions *(variació interanual)*	5,7	3,7	3,3	3,3	–0,7	–0,3	–12,0	4,2
Saldo corrent	**11,2**	**14,7**	**16,0**	**14,7**	**15,4**	**19,4**	**19,8**	**21,0**
Béns i serveis	25,5	26,2	26,8	26,2	26,0	29,7	30,7	31,3
Rendes primàries i secundàries	–14,3	–11,5	–10,8	–11,5	–10,6	–10,3	–10,9	–10,3
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**16,3**	**21,7**	**22,1**	**21,7**	**22,2**	**25,9**	**26,1**	**26,8**

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Duanes i Impostos Especials i el Banc d'Espanya.*

Sector públic

Percentatge del PIB, acumulat en l'any, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament [1]	**–6,0**	**–5,1**	**–3,0**	**–5,1**	**–0,7**	**–3,1**	**–**	**...**
Administració central	–3,7	–2,6	–2,1	–2,6	–0,8	–1,9	–2,7	–2,8
Comunitats autònomes	–1,8	–1,7	–1,1	–1,7	–0,1	–0,7	–0,1	–0,1
Corporacions locals	0,6	0,4	0,3	0,4	0,1	...	–	...
Seguretat Social	–1,0	–1,2	–0,2	–1,2	0,2	–0,6	–0,5	–0,6
Deute públic *(% PIB)*	**100,4**	**99,8**	**100,3**	**99,8**	**101,1**	**101,0**	**–**	**...**

Nota: *1. Inclou pèrdues per ajudes a institucions financeres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades de la IGAE, el Ministeri d'Hisenda i el Banc d'Espanya.*

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

Percentatge de variació sobre el mateix període de l'any anterior, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	Saldo 08/16 [1]
Finançament als sectors no financers [2]									
Sector privat	–6,2	–3,9	–4,0	–3,1	–3,7	–3,5	–2,9	–2,9	1.613,2
Empreses no financeres	–7,1	–4,0	–4,3	–3,0	–4,1	–4,2	–3,5	–3,5	898,0
Llars [3]	–5,1	–3,7	–3,6	–3,3	–3,1	–2,6	–2,1	–2,1	715,3
Administracions públiques [4]	5,9	4,0	3,5	3,7	3,5	4,3	5,4	4,6	1.102,1
TOTAL	**–2,1**	**–1,0**	**–1,2**	**–0,5**	**–0,9**	**–0,5**	**0,3**	**0,0**	**2.715,3**
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies									
Total dipòsits	–0,9	–1,0	–1,1	–0,5	–0,4	–0,3	–0,6	–0,1	1.156,0
A la vista	10,8	18,5	18,8	17,7	16,2	16,0	15,5	17,3	428,4
D'estalvi	5,8	12,9	13,7	15,2	13,4	12,1	11,5	11,7	271,9
A termini	–7,6	–15,3	–16,3	–15,8	–15,4	–16,4	–17,2	–17,6	434,0
En moneda estrangera	1,1	5,6	5,1	–2,3	–4,0	1,6	–2,6	–1,8	21,7
Resta del passiu [5]	–8,2	–13,0	–14,0	–15,1	–16,7	–16,3	–12,8	–7,0	91,6
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–2,3**	**–1,9**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,6**	**–0,7**	**1.247,6**
Taxa de morositat *(%)* [6]	**12,5**	**10,1**	**10,7**	**10,1**	**10,0**	**9,4**	**9,4**	**9,4**	**–**
Taxa de cobertura *(%)* [6]	**58,1**	**58,9**	**60,6**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**59,0**	**58,9**	**–**

Notes: *1. Milers de milions d'euros. 2. Residents a Espanya. 3. Inclouen les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Total de passius (consolidats). Es dedueixen els passius entre administracions públiques. 5. Balanç agregat segons els estats de supervisió. Inclou les transferències d'actius, els passius financers titulitzats, la cessió temporal d'actius i els dipòsits subordinats. 6. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Banc d'Espanya.*

INDÚSTRIA 4.0

La indústria com a eix de transformació: passat, present i futur

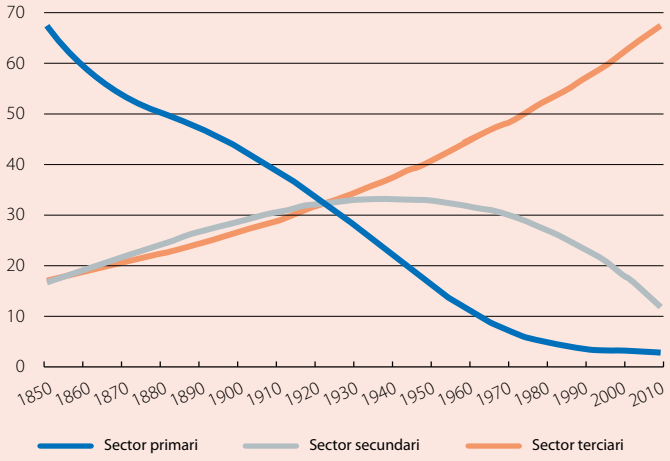
Durant els últims segles, la indústria ha constituït un sector clau per al desenvolupament econòmic dels països. L'expansió de l'activitat industrial ha estat transcendental per impulsar la innovació tecnològica, la capacitat exportadora, la sofisticació dels processos productius... En definitiva, ha estat clau per augmentar el creixement econòmic. Els efectes de les diferents revolucions industrials, a més a més, han anat més enllà de l'àmbit estrictament econòmic i han impulsat canvis importants a nivell social i demogràfic, com la generació d'una àmplia classe mitjana o un augment de la població. Per tant, no és estrany que la pèrdua de pes que mostra la indústria des de fa diverses dècades sigui una font recurrent de preocupació.

L'esquema de Fischer-Clark proporciona un marc conceptual que és útil per aproximar els cicles de la sectorialització econòmica d'un país al llarg del temps. La intuïció d'aquest marc és, en essència, la següent. En les fases més primerenques del desenvolupament econòmic, les activitats agropecuàries aglutinen la major part de la població ocupada (senyal d'identitat de les societats preindustrials). A mesura que els avanços tècnics en les activitats industrials incrementen la capacitat de producció del sector, la intensitat de l'ocupació agrícola perd pes i, al mateix temps, les manufactures van copant cada vegada una major proporció de l'ocupació total. El procés d'industrialització avança, es fa més complex i du la indústria a consolidar-se com el motor més important, en termes d'ocupació i de PIB, de l'estructura productiva de l'economia (tot i que durant poc temps). Durant aquesta fase de desenvolupament de la indústria, sorgeixen les societats industrials, al final del segle XIX i començament del XX, a la majoria dels països que avui conformen el bloc avançat. A partir d'aquest punt, el factor tecnològic adquireix una importància creixent i els guanys de productivitat del sector manufacturer s'acceleren. A mesura que aquest patró es consolida i el nivell de renda dels treballadors augmenta, guanyen pes les activitats vinculades al sector dels serveis, com les relacionades amb l'oci, la sanitat i l'educació. L'augment de la demanda de serveis és degut, en part, a la seva elasticitat-renda, que acostuma a ser superior a la dels béns manufacturats. D'aquesta manera, els serveis es converteixen en el principal sector d'activitat de l'economia (tret distintiu de les societats postindustrials).

El gràfic reprodueix l'esquema de Fischer-Clark per al cas dels EUA, tot i que el missatge de fons es pot estendre a la resta de països desenvolupats. El pes del sector secundari als EUA ha passat de representar prop del 30% del PIB cap a la meitat del segle XX a poc més de l'11% el 2015. Una tendència molt similar a l'observada en termes d'ocupació: del 35% del nombre total d'ocupats cap a la meitat del segle XX, s'ha passat al 10% de l'actualitat. No obstant això, cal destacar que el descens secular de la indústria respon a la interacció de múltiples factors, alguns dels quals introdueixen matisos importants a l'hora de quantificar la pèrdua «real» de la indústria en termes de PIB i d'ocupació. Els canvis productius i organitzatius que han tingut lloc en aquest sector i el creixent grau d'interdependència entre indústria i serveis (fenomen conegut com serviindústria) són alguns dels aspectes més rellevants, tal com es detalla a l'article «La indústria ha mort! Llarga vida a la indústria!», d'aquest Dossier.

EUA: una visió a molt llarg termini de l'estructura sectorial de l'economia

Contribució de cada sector a l'ocupació total (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'US Census Bureau i del BEA.*

Una de les qüestions de major abast subjacent al fenomen de la desindustrialització és si comporta un canvi cap a un nou ordre econòmic, social i, fins i tot, demogràfic. En aquest sentit, al llarg de la història, s'han produït punts de transició que han desembocat en canvis dràstics de l'*statu quo* prevalent a cada moment. Un d'ells és la Revolució Industrial, que es va originar a la Gran Bretanya de la segona meitat del segle XVIII i que té com a principals senyals d'identitat la mecanització de la indústria tèxtil i el desenvolupament del sistema de producció fabril (en substitució dels mètodes descentralitzats de producció domèstica). Com és ben sabut, l'impacte d'aquests desenvolupaments tecnològics va ser formidable al llarg de les dècades següents. En primer lloc, es va produir un fet històric tan rellevant com el sorgiment de la classe mitjana obrera. En segon lloc, i vinculat a aquest últim punt, el règim demogràfic mundial va canviar de forma radical. La població va experimentar un crei-

xement molt notable i es va doblar en els 100 anys posteriors a la Revolució Industrial, fins als 1.240 milions d'habitants el 1850. Això contrasta amb la dinàmica poc vigorosa del creixement poblacional predominant fins llavors.[1] A més a més, les empreses manufactureres es van aglutinar a les ciutats per apropar-se als proveïdors i als clients, la qual cosa va reduir els costos de transport dels béns intermedis i finals. Aquestes economies d'aglomeració van motivar la proliferació de barris industrials a moltes ciutats al segle XIX, com l'East End londinenc o el Poblenou barceloní. Entre l'últim tram del segle XIX i els primers compassos del XX, va tenir lloc la Segona Revolució Industrial, que va introduir, en el procés productiu, la cadena de muntatge, el concepte de producció de béns a gran escala, i que va tenir l'electricitat i els combustibles fòssils com a singularitats destacades. El procés d'urbanització es va intensificar, el creixement de la població es va accelerar de forma extraordinària i la consciència de classe obrera es va consolidar.

Ara que la tendència a la baixa de la indústria és un fet difícil de rebatre, la seva influència en àmbits tan rellevants com la demografia, el paper de les ciutats o la desigualtat es torna a qüestionar. Pel que fa a la demografia, malgrat que el descens de la taxa de natalitat ha coincidit amb la caiguda del pes de la indústria, en especial als principals països desenvolupats, la relació no sembla causal. De fet, el descens de la taxa de natalitat està més vinculat al canvi de preferències i de necessitats que es produeix a mesura que el nivell de desenvolupament econòmic és més elevat.

Pel que fa a les ciutats, per bé que és cert que el seu creixement va estar molt vinculat al desenvolupament de la indústria, ja que això va facilitar la reducció dels costos de transport, ja fa diverses dècades que el seu rol ha canviat notablement. En una economia cada vegada més terciaritzada, les ciutats juguen un paper molt important en la provisió de serveis d'oci i en la creació d'un mercat de treball més dens, la qual cosa ajuda a fer-lo més eficient i més propici per a la generació i per a la difusió d'idees innovadores.[2] Per tant, tot fa pensar que el procés d'urbanització continuarà en les properes dècades independentment del menor pes de la indústria.

La consideració sobre l'augment de la desigualtat, o el menor pes de la classe mitjana, és diferent. En aquest cas, sí que sembla que hi ha una certa connexió entre l'augment de la desigualtat observada als països al llarg de les últimes dècades i la pèrdua de pes de la indústria. Abans de res, cal tenir present que la indústria, com altres sectors econòmics, es troba immersa en una profunda metamorfosi, propiciada per la irrupció de les noves tecnologies, com la digitalització dels processos productius, el desenvolupament de la intel·ligència artificial i la robotització, les noves possibilitats de producció associades a la impressió 3D o l'explotació del *big data*, entre altres. Tots aquests avanços, sigil·losos en essència però poderosos en intensitat, generen el que es coneix com Indústria 4.0 i comporten un profund canvi en el perfil dels professionals que treballen al sector. Així, si, a l'origen, la indústria va ocupar un gran nombre de treballadors provinents del sector agrícola sense que precisessin de gaire formació, ara els ocupats al sector cada vegada presenten un nivell educatiu més elevat. Aquest element és indispensable per aprofitar al màxim les oportunitats que ofereixen les noves tecnologies. En canvi, les tasques més mecàniques o repetitives, que solien ser desenvolupades per treballadors amb un salari mitjà, són realitzades per robots o per processos mecanitzats. Com es comenta a l'article «La nova política industrial: reptes i oportunitats», del present Dossier, el repte de política econòmica que aquests canvis comporten és de primera magnitud.

En definitiva, no hi ha dubte que cal treballar per impulsar els avanços que comportaran la Indústria 4.0 i la serviindústria i per minimitzar, al mateix temps, les repercussions que puguin emanar del nou paradigma industrial. El repte per a la política econòmica no és menor; l'amenaça, tampoc.

Carlos Martínez Sarnago
Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

1. El lector trobarà una excel·lent exposició sobre la història de la població mundial a Livi Bacci, M. (1990), «Historia mínima de la población mundial». Editorial Ariel, Barcelona. L'autor documenta un creixement mitjà anual de la població del planeta des de l'any 0 fins al 1750 del 0,06%. En els 200 anys posteriors (1750-1950), la taxa de creixement mitjana anual va augmentar fins al 0,6%.
2. Sobre aquesta qüestió, vegeu el Dossier «El moment de les ciutats», de l'IM06/2016.

La indústria ha mort! Llarga vida a la indústria!

El 2 de gener de 1956, la revista *Time* nomenava Harlow Curtice, president de General Motors, personatge de l'any. Feia 42 anys que Curtice, de 62 anys, treballava a General Motors, la principal empresa productora de cotxes i de camions de l'època, que ocupava gairebé 600.000 treballadors i que pertanyia a un sector (el manufacturer) que representava, aproximadament, el 30% de l'ocupació i del PIB dels EUA. Gairebé 50 anys més tard, el 2010, Mark Zuckerberg, de 25 anys d'edat i fundador de Facebook, llavors amb menys de 3.000 empleats,[1] era l'escollit. Més que una anècdota, aquestes portades il·lustren la pèrdua de pes de la indústria en favor dels serveis a les economies avançades des de la segona meitat del segle XX.[2] Tal com s'explica als articles «La indústria com a eix de transformació: passat, present i futur» i «La nova política industrial: reptes i oportunitats», d'aquest Dossier, existeixen la preocupació que la desindustrialització de les economies avançades empobreixi les seves societats i el debat sobre si s'hauria de promoure la reindustrialització. No obstant això, tot seguit, veurem com aquesta transformació respon a factors estructurals i, al contrari del que pugui aparentar, comporta una major integració entre la indústria i els serveis.

Persona de l'any segons la revista Time

1956 2010

Nota: *Els rostres de Harlow Curtice, president de General Motors, i Mark Zuckerberg, fundador de Facebook, van il·lustrar les portades de* Time *com a persones de l'any el 1956 i el 2010, respectivament, els quals feien evident la pèrdua de pes de la indústria a favor dels serveis en les economies avançades des de la segona meitat del segle XX.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de l'arxiu de General Motors (Harlow Curtice) i Shutterstock (Mark Zuckerberg).*

Avui dia, el 12% del PIB dels EUA el produeix el sector manufacturer, mentre que la suma dels serveis professionals i financers, els relacionats amb la informació, l'educació i la sanitat copen el 45% del PIB (partien de gairebé el 20% en els anys cinquanta). A més a més, aquest canvi estructural també es manifesta en una pèrdua d'ocupació de la indústria en favor dels serveis. No obstant això, la desindustrialització no comporta una menor producció de béns manufacturats: al contrari, com evidencia el segon gràfic, el volum de producció manufacturera es troba en màxims històrics.

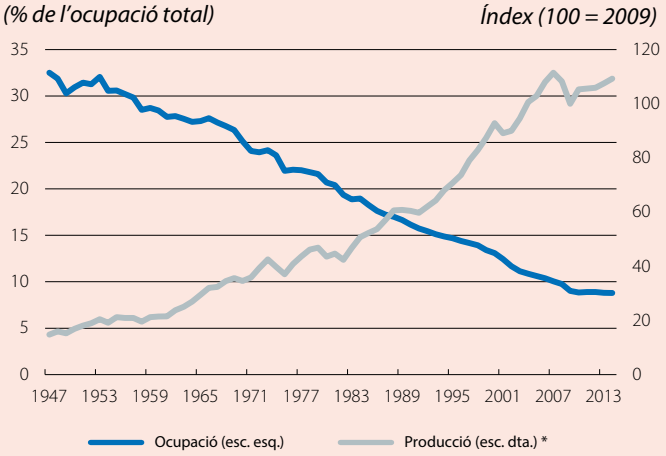
De fet, la coexistència entre una reducció de l'ocupació al sector industrial i un nivell de producció manufacturera en màxims reflecteix un dels factors estructurals subjacents al procés de desindustrialització: el creixement de la productivitat és més ràpid a la indústria que als serveis. Aquest diferencial de productivitats es tradueix en una caiguda del preu relatiu dels béns manufacturats en relació amb els serveis que desencadena un reajustament de l'estructura econòmica. D'una banda, genera incentius a consumir més béns manufacturats (relativament barats) i menys serveis (relativament cars). De l'altra, l'abaratiment dels béns manufacturats augmenta el nostre poder adquisitiu i ens permet consumir més manufactures i més serveis. El procés de desindustrialització s'activa quan el segon efecte és el dominant i el sector serveis ha de contractar més treballadors per satisfer l'augment de la demanda (mentre que la major productivitat del sector industrial li permet satisfer-lo amb menys treballadors).[3] A més a més, a les economies avançades, aquest efecte es veu potenciat pel major desig de consumir serveis, que acompanya l'enriquiment de les societats (per exemple, a causa de l'envelliment de la població, que comporta una major demanda de serveis d'atenció sanitària) i per la globalització (amb un paper protagonista per al desenvolupament de la indústria manufacturera de la Xina), que permet augmentar la competitivitat de les empreses manufactureres mitjançant la deslocalització (*offshoring*) d'una part del procés productiu.

Rere el creixement més ràpid de la productivitat a la indústria, es troba l'avanç de l'automatització. Per automatitzar la producció d'un bé o d'un servei, és necessari descriure el procés productiu amb una llista d'instruccions, estandarditzades, ben definides i que es realitzin repetitivament, i això és molt més fàcil en la producció de manufactures que en la de serveis. Per exemple, tots els pianos d'una línia de producció tenen les mateixes mides, el mateix nombre de tecles, etc., però cada concert en què s'interpreta una peça de Mozart és únic i irrepetible. Atès que l'automatització afavoreix més la indústria, les millores tecnològiques incentiven les empreses manufactureres a substituir els treballadors que realitzen tasques repetitives i que segueixen regles ben definides.

1. Actualment, Facebook dóna feina a gairebé 15.000 treballadors.
2. La desindustrialització es caracteritza per una pèrdua del pes de les manufactures sobre l'ocupació total i, en menor mesura, del valor de la producció agregada. Rodrik, D. (2015), «Premature Deindustrialization», NBER Working Paper, núm. 20.935, assenyala que aquest procés també s'observa en economies emergents.
3. Un creixement de la demanda de manufactures és el reflex de l'augment de la producció real que s'aprecia al segon gràfic. Cal observar que això és compatible amb una caiguda del pes del valor de les manufactures en relació amb el valor afegit total de l'economia.

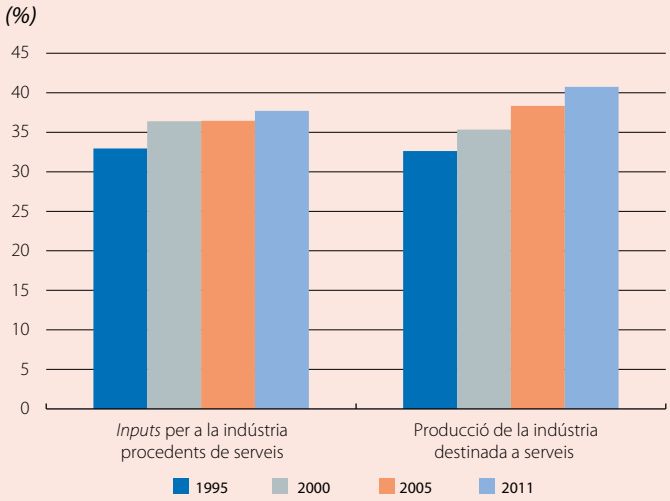
No obstant això, l'automatització dels processos productius no elimina la demanda d'una força laboral industrial qualificada: per exemple, malgrat que un conjunt de robots sigui capaç de convertir materials bàsics en un cotxe, continuen sent necessaris els especialistes que dissenyin el cotxe i que el comercialitzin. És a dir, la desindustrialització no solament consisteix en una substitució entre serveis i manufactures, sinó que es manifesta en una redefinició de les necessitats de les empreses. Aquesta redefinició s'il·lustra al tercer gràfic, que mostra com el sector serveis s'ha convertit en un proveïdor i en un client cada vegada més important per al sector manufacturer. Així, empreses tradicionalment manufactureres abandonen l'etapa de producció dels béns (a través de l'*outsourcing*) i deixen d'estar registrades com manufactures a les estadístiques oficials, però mantenen les etapes de preproducció (R+D, disseny, enginyeria) i de postproducció (estratègia de vendes, màrqueting, logística), que, de fet, és on el treball aporta un major valor afegit.[4] Un exemple d'aquest tipus d'empreses és Apple, famosa pels seus dispositius mòbils i ordinadors: Apple s'encarrega del disseny, del desenvolupament i de la comercialització dels productes, però subcontracta la producció a empreses com Foxconn, amb un important grau d'automatització i que, majoritàriament, produeixen fora dels EUA. Altres empreses, en canvi, romanen al sector manufacturer, però complementen la producció tradicional de béns amb la de serveis, l'anomenada terciarització de la indústria.[5] Empeses pels factors estructurals esmentats més amunt, les manufactures tenen incentius per produir serveis: els permet fidelitzar els compradors (només cal pensar en campanyes de màrqueting o d'imatge corporativa), diferenciar el producte (com el sistema operatiu iOS, només disponible per a telèfons iPhone) i obtenir una font d'ingressos més estable (per exemple, amb una vida mitjana superior a 10 anys, els cotxes ofereixen ingressos més regulars a través dels serveis de manteniment i de reparació que per les vendes).

Manufactures: ocupació i producció



Nota: ** Índex encadenat a preus constants.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics i del Bureau of Economic Analysis.*

Augment de la integració entre indústria i serveis



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la World Input-Output Database.*

Com ja es va discutir en un Dossier anterior,[6] l'automatització ofereix l'oportunitat d'enriquir el conjunt de la societat i implica una reorientació de la naturalesa del treball. En aquest article hem vist que, en el procés de desindustrialització, l'augment de la productivitat es manifesta, potser una mica paradoxalment, en una importància creixent dels serveis i en una metamorfosi de la indústria cap a unes manufactures terciaritzades. L'avanç de l'automatització és paral·lel a la millora del coneixement i de la tecnologia i ens obliga a trencar motlles. A pesar que, el 1776, fent referència a les manufactures i als serveis, Adam Smith[7] va escriure que: «qualsevol s'enriqueix ocupant molts operaris en manufactures i s'empobreix sens dubte mantenint molts criats», avui dia la realitat és que l'automatització amplifica el valor afegit que els serveis aporten al procés productiu. En aquest sentit, la desindustrialització comporta una reorganització de l'estructura productiva que permet l'especialització de les persones en tasques en què brilla el factor humà, com la creativitat i la interacció personal, també dins de la mateixa indústria (enginyers, gerents, publicistes, etc.).

Adrià Morron Salmeron
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

4. Vegeu Bernard, A. B. i Fort, T. C. (2013), «Factoryless Goods Producers in the US», NBER Working Paper, núm. 19396.
5. Vegeu Crozet, M. i Milet, I. (2014), «The Servitization of French Manufacturing Firms», CEPII Working Paper, núm. 2014-10.
6. Vegeu els articles del Dossier «Les noves tecnologies i el mercat de treball», a l'IM02/2016.
7. Vegeu Smith, A. (1776), «Recerca de la naturalesa i causes de la riquesa de les nacions», llibre 2, capítol 3.

La nova política industrial: reptes i oportunitats

Quines han de ser les polítiques industrials òptimes al món globalitzat? La resposta és complexa, ja que, en l'actualitat, es produeix una redefinició del que entenem per polítiques industrials i de quins han de ser els seus objectius i instruments. Això succeeix perquè la globalització i l'eclosió de les noves tecnologies han comportat una metamorfosi de la indústria, tal com s'explica a l'article «La indústria ha mort! Llarga vida a la indústria!», d'aquest Dossier.

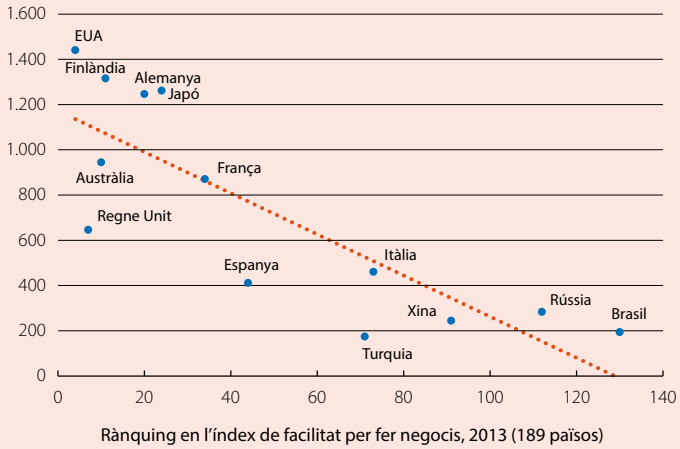
El primer escull amb què ens trobem per delimitar quins sectors ha d'englobar la política industrial és l'ambigüitat del propi terme «indústria». Aquest terme prové del llatí i, originalment, significava «aplicació i laboriositat». Durant el segle passat, la indústria s'associava a les manufactures, però, amb la present terciarització de l'economia, el concepte d'indústria ha ampliat el perímetre. Per aquest motiu, les polítiques industrials modernes han de tenir en compte que les indústries també consumeixen i produeixen serveis. Així, les activitats de pre i de postproducció, com la innovació, el disseny i el màrqueting, poden generar més valor que la producció del bé tangible. L'empresa americana Apple és un exemple paradigmàtic de la nova «serviindústria». Per tant, cal repensar les polítiques industrials i incorporar els canvis que experimenta el sector industrial.

Històricament, les polítiques industrials tradicionals solien adoptar un enfocament sectorial i, en molts casos, proteccionista, amb el suport a indústries com l'acer o el carbó. Aquestes polítiques podien tenir sentit a l'Europa de la postguerra per facilitar la reconstrucció del continent i impulsar sectors que requerien una inversió elevada. No obstant això, aquestes polítiques no tenen sentit en l'actual món globalitzat, on, a més a més, els avanços tecnològics han fet que l'escala mínima per produir hagi disminuït a moltes indústries. A més a més, el sistema financer està capacitat per finançar grans projectes d'inversió. Per aquest motiu, la nova política industrial ha tendit a adoptar un enfocament més generalista, analitzant les activitats de l'economia en conjunt i preguntant-se què se n'espera. Així, la nova política industrial es basa en dos pilars fonamentals. El primer consisteix a crear un marc regulador i legislatiu adequat, que sigui respectuós amb els drets de propietat, que no posi traves a la innovació i que vetlli perquè els serveis associats a la indústria puguin germinar. El segon pilar és identificar les activitats econòmiques que es puguin veure obstaculitzades per fallades de mercat i, al seu torn, dissenyar polítiques que permetin a aquestes activitats desenvolupar tot el seu potencial.

El primer pilar és essencial, ja que es tracta de crear un caldo de cultiu favorable per a l'emprenedoria i la innovació. Així, la millor manera de fomentar la innovació i l'R+D és mitjançant unes condicions propícies per desenvolupar noves idees i projectes: al gràfic, s'observa que, als països on hi ha un entorn favorable per a la iniciativa empresarial, mesurat per l'índex de facilitat per fer negocis elaborat pel Banc Mundial, la despesa en R+D *per capita* és superior. El més important és crear un marc regulador que garanteixi el compliment dels contractes, que agiliti els tràmits per crear negocis i que reforci la seguretat jurídica. A més a més, cal facilitar la integració de l'economia en el comerç global, perquè la nova indústria pugui treure el màxim partit de les cadenes de valor global.

Innovació i condicions empresarials

R+D per capita*, 2013 (dòlars en paritat de poder de compra)*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial i de la Unesco.*

D'altra banda, un objectiu important de la nova política industrial ha de ser facilitar el desenvolupament de la serviindústria i vetllar perquè les sinergies entre la indústria i els nous serveis que pivoten al seu voltant es puguin dur a terme. Algunes indústries decidiran produir aquests serveis i unes altres els subcontractaran, però, en qualsevol cas, la política industrial ha d'aplanar aquests processos.

Finalment, la política de la competència és un element clau, ja que, en presència de grans innovacions tecnològiques, hi ha el risc que algunes empreses gaudeixin d'una posició abusiva als mercats i creïn barreres que bloquegin les innovacions dels seus competidors. Per evitar-ho, la política de la competència ha de promoure polítiques nacionals de competència actives, mantenir oberts els mercats i eliminar les barreres a l'entrada i a la sortida. El sector farmacèutic suís, la indústria de l'automoció a Espanya, la indústria química a Alemanya o el sector informàtic als EUA exemplifiquen les virtuts de la competència i de la rivalitat domèstica entre empreses.

Pel que fa al segon pilar, s'ha de subordinar al primer pilar, ja que, només amb un marc regulador adequat, les polítiques industrials seran capaces de fer un bon diagnòstic sobre el funcionament dels mercats i d'intervenir amb seny. De fet, històricament, les polítiques industrials que s'han centrat en la promoció d'uns sectors concrets han tendit a presentar una efectivitat relativament limitada, i és que, *a priori*, no hi ha motius per pensar que la informació de què disposa el sector públic a l'hora de decidir en quins sectors és més adequat destinar els recursos és superior a la del mercat. De fet, hi ha el risc que la institució encarregada de decidir la destinació dels recursos públics acabi sent influenciada pels grups d'interès, la qual cosa acaba distorsionant encara més l'assignació dels recursos. Així, les polítiques industrials més reeixides s'han centrat a donar suport a l'R+D i a la formació de capital humà. Pel que fa a l'R+D, la producció de coneixement i la innovació són béns públics, ja que l'ús del coneixement per una persona no disminueix en ser utilitzat per una altra, i això pot desincentivar algunes empreses a investigar i a innovar. Per aquest motiu, és important combinar un sistema de patents que incentivi la innovació amb polítiques industrials que donin suport a la recerca bàsica amb la finalitat d'augmentar la difusió dels avanços tecnològics. Un exemple de com implementar aquestes polítiques de manera adequada seria l'assignació d'ajudes d'R+D mitjançant licitació pública en funció dels mèrits, prioritzant les activitats *high tech* que pateixen restriccions de crèdit en tenir nivells alts de capital intangible. Molt vinculades al foment de la innovació hi ha les polítiques de formació de capital humà. Les polítiques industrials han de millorar la formació d'aquest capital quan no hi hagi prou incentius privats als mercats. Les inversions en educació superior i el foment de sinergies entre el sector empresarial i la universitat són exemples de mesures en aquest sentit.

Si analitzem la nova política industrial a la UE, es pot apreciar que té llums i ombres. Entre les llums, destaca la reducció del pes de les antigues polítiques sectorials, que van passar del 44% de l'ajuda total de la UE als estats el 1992 a només el 10% el 2012, segons dades de la Comissió Europea. No obstant això, no és or tot el que lluu. El principal problema és el *productivity gap*[1] en relació amb els EUA, ja que la UE no ha sabut aprofitar tan bé les oportunitats que ofereixen les noves tecnologies i la despesa en R+D és molt superior als EUA. La principal raó que explica aquest fenomen és la baixa pressió competitiva en els nous serveis a la UE. Per millorar la competència, caldria completar l'agenda de reformes per assolir un mercat únic de serveis, reduir la fragmentació dels mercats financers europeus i eliminar les barreres reguladores. Aquestes reformes són especialment urgents, per exemple, per a la creació d'un veritable sector europeu de telecomunicacions. Un símptoma que la UE podria estar recaient en hàbits del passat que es creien ja superats és l'objectiu fixat per la Comissió Europea perquè la indústria manufacturera recuperi un pes del 20% del PIB el 2020 (la ràtio era del 15% el 2014). A més de poc realista, aquest objectiu no té en compte que el pes relatiu de la indústria tradicional ha disminuït a causa d'un creixement de la productivitat industrial superior al de la mitjana de l'economia i de la integració amb el sector serveis. Per tant, la política industrial europea s'hauria de centrar a realitzar reformes en el marc regulador per facilitar l'expansió de la nova indústria i dels seus serveis.

En definitiva, la política industrial està immersa en ple procés de transformació en paral·lel als canvis productius i tecnològics de l'economia mundial. La principal funció de la nova política industrial és dissenyar polítiques que permetin al sector productiu prosperar i créixer. No es tracta d'afavorir un determinat sector a costa d'un altre, sinó de crear les condicions que impulsin la innovació, el creixement i la creació de llocs de treball. La tasca és apassionant, tot i que no és fàcil, i seria desitjable que els poders públics europeus es posin a treballar el més aviat possible per avançar per la senda correcta.

Javier Garcia-Arenas
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

1. Vegeu, per exemple, Rincón, A., Saraidaris, A., Vecchi, M. i Venturini, F. (2012), «Closing the US-EU productivity gap: Knowledge assets, absorptive capacity, and institutional reforms», VOX CEPR.

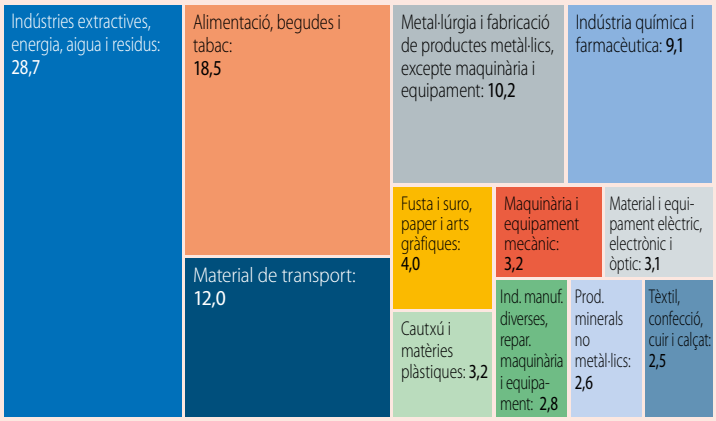
El futur de la indústria a Espanya

Les economies avançades són davant el repte de dur a terme l'anomenada Quarta Revolució Industrial, desenvolupant un sector industrial amb «fàbriques intel·ligents» (*smart factories*) que fan ús de tecnologies digitals, de robots i d'intel·ligència artificial i transformant des del principi fins al final el procés de producció. Espanya, que no va tenir gaire èxit en iniciar-se la Primera Revolució Industrial al segle XIX,[1] no és aliena a aquest procés. Analitzem en quin estadi es troba i com encara el desafiament de desenvolupar ara la nova Indústria 4.0.

El sector industrial és important per a l'economia espanyola: el 2014, va ocupar més d'1,9 milions de treballadors (l'11,5% del total), va generar 572.000 milions d'euros de xifra de negocis i el seu valor afegit brut va representar el 15% del PIB.[2] Engloba activitats molt diverses, que van des de l'alimentació (el 15,6% del total de la xifra de negocis del sector) i els vehicles de motor (el 10,1%) a la producció i distribució d'energia elèctrica (el 12,2%). La indústria, a més a més, té una productivitat laboral mitjana superior a la dels altres sectors de l'economia (fins al 47% superior al sector serveis un cop exclòs l'immobiliari).[3] Així mateix, és clau al sector exportador: gairebé el 30% de les vendes van ser destinades a l'estranger, dos terços de les quals a la UE. En definitiva, l'economia espanyola disposa d'un teixit industrial divers, exportador i de productivitat elevada.

*Sectors d'activitat de la indústria espanyola per xifra de negocis **

(% del total de xifra de negocis)



Nota: ** La xifra de negocis correspon al volum de vendes d'una empresa durant un any.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Enquesta Industrial d'Empreses 2014 (INE).*

La desindustrialització és, però, un fenomen secular, que, com a la resta de països desenvolupats, també és dóna a Espanya. El pes de la indústria en l'economia ha disminuït 5 p. p. entre el 1995 i el 2015, mentre que el sector serveis ha augmentat en 8 p. p. durant el mateix període (fins al 68%). No obstant això, la separació entre indústria i serveis és cada vegada més difusa, ja que els processos de producció estan cada vegada més fragmentats i moltes activitats que abans produïen les manufactures són ara subcontractades al sector serveis i, fins i tot, realitzades a l'estranger, processos coneguts com *outsourcing i offshoring*, respectivament (para a més detalls, vegeu l'article «La indústria ha mort! Llarga vida a la indústria!», en aquest Dossier). Així, la proporció de consums intermedis del sector

Consums intermedis de les manufactures i dels serveis a Espanya per branques d'activitat

*(% sobre el total de consums intermedis) **

		Tipologia i procedència dels consums intermedis											
		1995						2011					
		Manufactures			Serveis			Manufactures			Serveis		
Branques d'activitat			Espanya	Resta del món		Espanya	Resta del món		Espanya	Resta del món		Espanya	Resta del món
Manufactures	Aliments	**50,8**	45,5	5,3	**49,2**	47,4	1,8	**48,2**	41,5	6,7	**51,8**	48,1	3,8
	Tèxtils i paper	**65,4**	50,2	15,2	**34,6**	33,2	1,4	**53,8**	34,0	19,7	**46,2**	42,4	3,8
	Productes químics	**51,2**	35,1	16,1	**48,8**	43,3	5,5	**52,2**	29,7	22,5	**47,8**	39,3	8,6
	Maquinària	**69,2**	50,4	18,8	**30,8**	29,1	1,7	**70,9**	48,2	22,6	**29,1**	26,6	2,5
	Automòbils	**77,2**	47,5	29,7	**22,8**	21,6	1,2	**67,6**	29,4	38,1	**32,4**	30,1	2,3
Serveis	Manteniment i vendes	**26,4**	16,9	9,5	**73,6**	70,8	2,7	**17,0**	7,8	9,2	**83,0**	75,7	7,3
	Transport	**19,6**	14,8	4,9	**80,4**	75,5	4,8	**14,9**	8,7	6,2	**85,1**	76,2	8,8
	Telecomunicacions	**22,8**	18,0	4,7	**77,2**	73,2	4,0	**19,3**	9,8	9,4	**80,7**	72,5	8,2
	Serveis financers	**15,4**	12,7	2,7	**84,6**	79,2	5,3	**14,7**	11,5	3,2	**85,3**	75,5	9,8
	Altres	**42,5**	36,1	6,4	**57,5**	54,5	3,0	**37,8**	27,1	10,7	**62,2**	57,4	4,8

Nota: ** Exclou els consums intermedis del sector primari, de l'energètic i de la construcció.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del World Input-Output Database.*

1. Nadal, J. (1975), «El fracàs de la revolució industrial a Espanya, 1814-1913», Editorial Ariel, Barcelona.
2. Dades de l'Enquesta Industrial d'Empreses, 2014 (INE).
3. La productivitat laboral mitjana aparent de la indústria el 2015 va ser de 39,9 euros/hora, mentre que, als serveis, va ser de 31,0 euros/hora i, si excloem el sector immobiliari, va ser de 26,5 euros/hora (INE).

serveis ha augmentat als sectors de manufactures i als serveis, tot i que no té la mateixa importància a totes les branques d'activitat. Així mateix, l'expansió de les cadenes de valor globals ha propiciat l'*offshoring* de consums intermedis, tant de manufactures com de serveis. El sector de l'automòbil és un bon exemple d'aquests processos: entre el 1995 i el 2011, la proporció de consums intermedis provinents de les manufactures ha disminuït 9,7 p. p., fins al 67,6%, a costa de la de serveis (vegeu la taula adjunta). Al mateix temps, en aquest sector, l'*offshoring* de processos productius ha dut del 29,7% al 38,1% la proporció de consums intermedis de manufactures de la resta del món. Finalment, un percentatge més elevat de la producció manufacturera a Espanya és destinat al sector serveis (que va passar del 29,2% del 1995 al 31,5% del 2011). Aquest fenomen encara és més important en altres països, com els EUA, on el percentatge de producció manufacturera destinada a serveis va augmentar del 32,6% al 40,7%.

*Índex de disposició a la connectivitat **

Índex (de l'1 –mínim– al 7 –màxim–)

Nota: ** Networked Readiness Index (NRI) per pilars.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del World Economic Forum.*

Els reptes de la indústria espanyola per avançar en aquesta transformació són múltiples i engloben l'augment de la competitivitat i de la internacionalització, la inversió en R+D i en noves tecnologies i la formació del capital humà. L'augment de la competitivitat requereix, entre altres coses, una contenció dels costos de producció (costos de transport, energètics, finançament empresarial, etc.). En aquest sentit, també és important que els costos laborals evolucionin alineats amb la productivitat. Aconseguir una major dimensió de les empreses industrials espanyoles també ajudarà a augmentar-ne la productivitat i la internacionalització, en augmentar les economies d'escala i la possibilitat de fer més inversions, incloses les tecnològiques. A Espanya, una empresa manufacturera amb més de 250 empleats té una productivitat[4] el 76% superior a la d'una petita (de 10 a 49 ocupats) i exporta una major part de la seva producció (el 33,5%, gairebé el doble que una petita). Així, doncs, que les empreses industrials, en la seva gran majoria de menys de 50 empleats, puguin augmentar de dimensió serà determinant per incrementar-ne la competitivitat i el potencial de creixement.

Els «habilitadors digitals», els elements que possibiliten la transformació digital de la indústria, com l'*Internet of Things* (IoT), també contribuiran a augmentar la competitivitat de la indústria.[5] Alguns d'aquests «habilitadors» faciliten noves maneres de producció menys costoses que en el passat en termes d'inversió (serveis d'emmagatzematge de dades al núvol, «uberització» de processos productius, etc.). Ara com ara, però, l'ús empresarial d'aquestes tecnologies és més baix a Espanya que als països del seu entorn.[6] Altres «habilitadors digitals» requereixen una inversió significativa en R+D, la qual seria desitjable que augmentés. A Espanya, la inversió en R+D se situa en l'1,2% del PIB, enfront del 2% de mitjana a la UE o del 4,2% de Corea del Sud.

L'educació i la formació de la força laboral seran també clau per al desenvolupament de la nova indústria. Tot i que la força laboral de la indústria espanyola està més qualificada que la de la resta de l'economia, el conjunt d'habilitats necessàries per poder participar en aquests nous processos productius ha canviat i els individus que no les tinguin les hauran d'adquirir.[7] Un major èmfasi en la formació professional, inclosa la dual, i en la col·laboració entre empreses i universitats reforçarà la implementació d'aquestes noves formes productives.

Finalment, la política industrial, entesa com la que promou un entorn favorable per a la innovació i l'emprenedoria (per a més detalls, vegeu l'article anterior d'aquest Dossier) serà també determinant per al desenvolupament de la nova indústria espanyola. A això contribuirà un augment de l'estabilitat i una reducció del nivell de burocràcia. Segons l'índex de disposició a la connectivitat,[8] que analitza tant l'entorn regulador i de negocis com la disponibilitat i l'ús de tecnologies com les TIC, Espanya està en una posició poc avantatjosa en l'entorn polític i regulador i en altres aspectes com l'entorn de negoci o l'ús de les noves tecnologies (vegeu el segon gràfic).

En conclusió, el desenvolupament de la Indústria 4.0 a Espanya oferirà noves oportunitats per al sector, però necessitarà contribucions tant de les empreses com dels treballadors i de les institucions. Malgrat els avanços realitzats, Espanya se situa per darrere de la majoria dels seus veïns europeus. No hi ha temps a perdre per posar-se les «bateries de liti».

Josep Mestres Domènech
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

4. Valor afegit per persona ocupada.
5. Vegeu «Indústria connectada 4.0: la transformació digital de la indústria espanyola» (2016), Informe preliminar, Ministeri d'Indústria, Energia i Turisme.
6. Espanya té una puntuació de 3,9 sobre 7 en l'ús empresarial de noves tecnologies, que la situa en la posició 45 en el rànquing de 139 països analitzats pel Global Information Technology Report 2016, per darrere de la majoria de països de la UE.
7. Vegeu «OECD Skills Outlook 2013».
8. Networked Readiness Index (NRI), definit al Global Information Technology Report 2016.

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

Totes les publicacions estan disponibles a internet: **www.caixabankresearch.com**
Correu electrònic: **research@caixabank.com**

DOCUMENTS DE TREBALL

From missing disinflation to missing inflation: Understanding the recent path of inflation in the US
Nadim Elayan Balagué i Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

La posición externa de la economía española: claves para reducirla
Jorge Meliveo i Judit Montoriol, 02/2016

Radiografía de la productividad del trabajo en España
Maria Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research
Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer
Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilitat de les economies emergents
Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claus estratègiques
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajust de capacitat en el sistema financer espanyol
Inmaculada Martínez, 09/2012

L'estalvi i l'eficiència energètics: un impuls per a la competitivitat de l'economia espanyola
Pere Miret, 08/2012

Matèries primeres: què va canviar en l'última dècada?
Eduardo Pedreira i Miguel A. Canela, 06/2012

Inversions financeres a Espanya: impacte de la inestabilitat en els mercats
Inmaculada Martínez, 05/2012

Hi ha bombolla immobiliària a la Xina?
Clàudia Canals i Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes?
Sandra Jódar-Rosell i Inmaculada Martínez, 03/2012

Hongria i l'ajuda financera de la UE i l'FMI: canvi en el mapa de riscos?
Àlex Ruiz, 02/2012

Spanish Public Debt: Myths and Facts
Oriol Aspachs-Bracons i Joan Daniel Pina, 01/2012

DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK

L'eficiència del sector públic, clau per a la consolidació fiscal
Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual i Judit Montoriol

Per què Europa genera poc creixement i ocupació?
Jordi Gual

La prociclicitat del sistema financer després de les reformes
Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

Unió bancària: de formigó o de palla?
Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea
Àlex Ruiz

Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari
Jordi Gual

Perspectives de despalanquejament a Espanya
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible?
Pere Miret

La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué
Marta Noguer

Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió
Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry
Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

POLS ECONÒMIC

ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España
José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIS ECONÒMICS

Europa, com Amèrica. Els reptes de construir una federació continental
Josep M. Colomer

El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS
31 de desembre de 2015

	MILIONS €
Recursos de clients	296.599
Crèdits sobre clients	206.437
Resultat atribuït al Grup	814
Capitalització borsària	18.702
Clients (milions)	13,8
Empleats	32.242
Oficines a Espanya	5.211
Terminals d'autoservei	9.631

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓ BANCÀRIA "la Caixa": PRESSUPOST 2016

	MILIONS €
Social	308,8
Investigació i formació	61,3
Divulgació de la cultura i el coneixement	129,9
TOTAL PRESSUPOST	**500**

CaixaBank Research a Twitter @CABK_Research

Segueix-nos al Twitter per estar al dia de les últimes novetats de CaixaBank Research.

Totes les nostres publicacions estan disponibles a www.caixabankresearch.com

El nostre objectiu és la creació i difusió de coneixement en els àmbits econòmic i social per contribuir al desenvolupament de la societat espanyola i europea.

L'*Informe Mensual* té només propòsits informatius, motiu pel qual CaixaBank no es fa responsable de l'ús que se'n pugui fer. L'*Informe Mensual* es basa en informació de fonts considerades fiables, però CaixaBank no en garanteix l'exactitud ni es responsabilitza dels errors o de les omissions que contingui. Les opinions i les previsions són pròpies de CaixaBank i estan subjectes a canvis sense notificació prèvia.

© CaixaBank, S.A., 2016

Es permet la reproducció parcial de l'*Informe Mensual* sempre que se citi la font de forma adequada i que se'n remeti una còpia a l'editor.

Disseny i producció: www.cegeglobal.com
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

CaixaBank
Research

ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXT
Paper procedent de
fonts responsables
FSC® C015618