IM01

INFORME MENSUAL
NÚMERO 408 | GENER 2017

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Zona de l'euro: les emissions de bons corporatius encaren el 2017 en plena forma

ECONOMIA INTERNACIONAL
Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel

UNIÓ EUROPEA
Comprendre el BCE: economia, política i comunicació

ECONOMIA ESPANYOLA
La recuperació de l'activitat immobiliària treu el cap

DOSSIER: LES CONSEQÜÈNCIES DE LA DESIGUALTAT

Cada vegada més desiguals? L'evolució recent de la desigualtat

Com afecta la desigualtat el creixement econòmic?

Desigualtat i populisme: mites i realitats

La desigualtat pot causar una crisi financera?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Gener 2017

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 de desembre de 2016

Enric Fernández
Director Corporatiu de Planificació Estratègica i Estudis

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia

Avelino Hernández
Director de Mercats Financers

Estel Martín
Directora d'Estratègia Bancària

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

6 MERCATS FINANCERS

9 *Oportunitats d'inversió i diversificació de carteres*

10 *Zona de l'euro: les emissions de bons corporatius encaren el 2017 en plena forma*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *EUA: en la fase madura del cicle i amb una política fiscal expansiva*

16 *Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *Comprendre el BCE: economia, política i comunicació*

22 *L'ajust fiscal de la perifèria: la història interminable*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *El salari mínim a Espanya*

28 *La recuperació de l'activitat immobiliària treu el cap*

29 *El diferencial d'inflació d'Espanya amb la zona de l'euro: evolució històrica i perspectives*

32 DOSSIER: LES CONSEQÜÈNCIES DE LA DESIGUALTAT

32 *Cada vegada més desiguals? L'evolució recent de la desigualtat*
Josep Mestres Domènech

34 *Com afecta la desigualtat el creixement econòmic?*
Anna Campos

36 *Desigualtat i populisme: mites i realitats*
Javier Garcia-Arenas

38 *La desigualtat pot causar una crisi financera?*
Adrià Morron Salmeron

La qüestió de la desigualtat

Tota societat democràtica decideix, en certa mesura, amb quin nivell de desigualtat vol viure. Per aquest motiu, utilitza polítiques que afavoreixen una major igualtat d'oportunitats i que ajuden a assolir unes condicions de vida mínimament acceptables per a tots els ciutadans. Educació, sanitat, pensions, impostos progressius, subsidis a l'atur o la fixació d'un salari mínim són exemples d'instruments que influeixen de manera decisiva en la distribució dels ingressos i del benestar social. Després de tres dècades en què la desigualtat ha tendit a augmentar a la majoria d'economies avançades, i amb el risc que això pot comportar de fractura social i de caldo de cultiu per als populismes, el debat sobre com neutralitzar-la ha guanyat força i centralitat.

Tot i que és cert que el gros del deteriorament es va concentrar en els anys vuitanta i noranta i que ha estat més intens en determinats països, com els EUA, la tendència general als països desenvolupats ha estat cap a una major desigualtat. Una tendència que reflecteix un major ritme de creixement de les rendes (després d'impostos i de transferències) situades en els decils superiors de la distribució d'ingressos en relació amb els decils mitjans i, en especial, amb els decils més baixos. Aquesta dispersió creixent de les rendes deriva, al seu torn, principalment, de l'evolució dispar dels ingressos salarials: els salaris dels treballadors més ben pagats han crescut més de pressa que els dels treballadors amb salaris més baixos.

Malgrat que les seves causes són múltiples, en destaquen dues: els canvis tecnològics i la globalització econòmica. D'una banda, els canvis tecnològics, associats, per exemple, a la revolució digital, han afavorit els treballadors més ben preparats i les seves remuneracions, que ja eren, d'entrada, de les més altes. Durant molts anys, la demanda de treball qualificat ha crescut a un ritme més elevat que la disponibilitat d'aquest tipus de treballadors (el que s'ha descrit com una «carrera entre tecnologia i educació») i ha impulsat l'anomenada prima per educació. De l'altra, la globalització econòmica ha incidit en la distribució de les rendes de les economies avançades mitjançant una reducció de la demanda de treballadors menys qualificats, que competien de forma directa (per la via de les deslocalitzacions) o indirecta (per la via de les importacions) amb els treballadors de les economies emergents. Al mateix temps, la globalització econòmica ha pressionat a l'alça les remuneracions dels treballadors més qualificats, ja que la seva productivitat ha crescut en competir en un mercat molt més gran (poden servir d'exemple els ingressos que produeixen les grans estrelles del futbol per als seus equips).

Altres factors que han pogut impactar en l'evolució de la desigualtat, malgrat que l'evidència en aquest sentit és menys concloent, inclouen la disminució dels salaris mínims i la liberalització de certs sectors, que, protegits de la competència, generaven rendes monopolístiques i es podien permetre pagar salaris més alts. D'altra banda, l'esforç redistributiu de les polítiques públiques no ha tendit a disminuir en els 30 últims anys i, per tant, no sembla que sigui responsable d'un augment de la desigualtat.

Les polítiques destinades a frenar l'augment de la desigualtat han de tenir en compte els motius subjacents d'aquesta tendència. En aquest sentit, atesa la rellevància dels canvis tecnològics i de la globalització, adquireixen una importància cabdal les polítiques educatives i les del mercat de treball, com el foment de la formació contínua i els programes per suplementar els sous més baixos o per donar suport als treballadors més perjudicats per la globalització. Tot plegat no implica, necessàriament, gastar més. En molts casos, n'hi hauria prou amb gastar millor.

Tampoc podem obviar la importància de les polítiques públiques que fomenten el creixement econòmic i que generen riquesa i ocupació. Polítiques que determinen, en definitiva, la dimensió del pastís. L'aspiració no és ser tots pobres per igual o redistribuir la pobresa, sinó aconseguir una major igualtat, en la mesura del possible, a l'alça.

Enric Fernández
Economista en cap
31 de desembre de 2016

CRONOLOGIA

DESEMBRE 2016

4 Itàlia celebra un referèndum en què es rebutja la reforma de la Constitució. El primer ministre Matteo Renzi dimiteix i és substituït per Paolo Gentiloni.
8 El BCE amplia el QE fins al desembre del 2017 i redueix la compra de bons mensuals de 80.000 a 60.000 milions d'euros a partir de l'abril.
14 La Reserva Federal dels EUA apuja el tipus d'interès de referència en 25 p. b. fins a l'interval 0,50%-0,75%.
22 El banc italià Monte dei Paschi di Siena fracassa en el seu intent d'ampliació de capital de 5.000 milions d'euros i el Govern italià crea un fons de 20.000 milions d'euros per enfortir la banca.

NOVEMBRE 2016

8 Donald Trump és elegit president dels EUA.
30 Els productors de petroli de l'OPEP arriben a un acord per retallar la producció diària fins als 32,5 milions de barrils.

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.

AGENDA

GENER 2017

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (desembre).
11 Índex de producció industrial (novembre).
16 Comptes financers (3T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (novembre).
19 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Comerç exterior (novembre).
26 Enquesta de població activa (4T).
27 PIB dels EUA (4T).
29 Avanç PIB (4T).
31 Balança de pagaments (novembre).
Avanç IPC (gener).
Comitè de Mercat Obert de la Fed.
PIB de la zona de l'euro (4T).

FEBRER 2017

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
8 Índex de producció industrial (desembre).
13 PIB del Japó (4T).
17 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (desembre).
20 Comerç exterior (desembre).
27 Avanç IPC (febrer).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (febrer).
28 Balança de pagaments (desembre).

Creixement a l'alça en un entorn incert

Els EUA continuen sent el centre d'atenció. Gairebé dos mesos després de les eleccions presidencials nord-americanes, la incertesa que envolta l'anunciat canvi de política econòmica continua sent elevada. No pot ser de cap altra manera, perquè encara s'està perfilant la nova Administració i els missatges emesos són necessàriament genèrics. No obstant això, als mercats financers, s'ha consolidat una nova narrativa per a l'economia nord-americana, la d'una reflació, més creixement amb més inflació, que pivotarà al voltant de l'estímul fiscal (rebaixa tributària i inversió en infraestructures), de la menor regulació (en especial, a la banca) i d'un reenfocament de les relacions comercials exteriors. Com a resultat, els sectors més sensibles al cicle econòmic (com la banca) han esperonat les borses avançades, els tipus d'interès del bo sobirà nord-americà han repuntat de manera notable i el dòlar s'ha situat, en relació amb l'euro, en el seu màxim des del 2003. Els inversors també han apuntat cap al flanc feble del nou escenari macroeconòmic: s'ha produït una sortida apreciable de capitals de cartera dels països emergents, acompanyada d'una pressió depreciadora en algunes divises (en particular, el peso mexicà i la lira turca).

Escasses novetats en les condicions macroeconòmiques dels països emergents i avançats. Malgrat aquest canvi en els indicadors financers, l'evolució macroeconòmica s'ha mogut en coordenades similars a les dels mesos anteriors, i els analistes s'han mostrat prudents a l'hora de traslladar les expectatives descomptades pels mercats a les revisions apreciables de les xifres de creixement i d'inflació dels EUA i de la resta de principals economies. Al grup d'economies emergents, les últimes dades d'activitat de la Xina han estat positives, però aquesta evolució no mitiga la percepció que el país exhibeix un balanç de riscos (financers, immobiliaris i canviaris) apreciable. Tampoc abandonen la zona de risc els anomenats «emergents fràgils». Així, les dades de comptabilitat nacional més recents indiquen que la sortida de la recessió del Brasil és molt lenta, mentre que Turquia va sorprendre amb una caiguda del PIB que pocs esperaven. En els dos casos, les dificultats econòmiques empitjoren per una situació política que continua sent complicada. Pel que fa a les economies avançades, els EUA ratifiquen que, en el tram final de l'any, estan en vies d'accelerar el creixement. En aquest context, tal com estava previst, la Reserva Federal va augmentar en 25 p. b. el rang en què situa el tipus de referència, fins al 0,50%-0,75%. Així mateix, va deixar entreveure que, el 2017, es duran a terme tres pujades addicionals del tipus d'interès, una tendència que coincideix amb l'escenari de CaixaBank Research, però que és lleugerament més agressiva del que esperava el mercat.

A Europa, el focus d'incertesa continua sent predominantment polític. Les xifres de comptabilitat nacional del 3T 2016 i els últims indicadors d'activitat insinuen que l'economia europea manté un ritme d'avanç similar al dels mesos precedents. L'únic matís a aquesta valoració general el constitueixen Alemanya i Portugal. En el primer cas, perquè els indicadors suggereixen una acceleració del ritme d'activitat i, en el segon, perquè la composició del creixement s'ha mostrat més favorable del que s'esperava. Per la seva banda, el BCE va anunciar, a més d'altres decisions tècniques, l'extensió temporal del QE fins al desembre del 2017 i la disminució del volum de compres fins als 60.000 milions a partir de l'abril del 2017, de manera que indica al mercat que la retirada de l'estímul serà molt gradual. En aquest context continuista, la incertesa de naturalesa política és, potser, la més notòria. Al desembre, va ser el torn d'Itàlia. Malgrat que, després del «no» en el referèndum constitucional, s'ha produït un recanvi ràpid en la direcció de l'Executiu transalpí, la qual cosa ha apaivagat els temors més exacerbats d'inestabilitat política i ha permès una decisió ràpida sobre com resoldre els problemes de la banca, l'amenaça d'unes futures eleccions plana sobre el país. Si es produeixen, se sumaria a les importants cites electorals de França i d'Alemanya.

L'economia espanyola manté una elevada velocitat de creuer. Les dades macroeconòmiques conegudes en les últimes setmanes amb prou feines presenten novetats: l'economia avança en línia amb l'evolució recent al final del 2016. Des d'aquest punt de partida, s'espera el manteniment de l'expansió el 2017, tot i que a un ritme una mica inferior al del 2016, a causa del menor impacte dels factors de suport temporals (en particular, del petroli i de la política fiscal). No obstant això, els factors estructurals (guanys de competitivitat i flexibilització moderada del mercat laboral), afegits al relaxament monetari i al nou cicle alcista de l'immobiliari, són elements que continuaran donant suport al creixement. En aquest context, que manté l'economia espanyola com una de les més dinàmiques d'Europa, el principal risc per al compliment de l'escenari previst és un empitjorament apreciable de l'entorn exterior que afecti les dinàmiques internes d'avanç de l'activitat. Malgrat que la probabilitat que això succeeixi, en especial a curt termini, no és elevada, seria recomanable que la nostra economia continuï millorant la capacitat de resistència als eventuals *shocks* externs.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2015	2016	2017	2018	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,2	3,1	3,5	3,6	3,1	3,1	3,2	3,5	3,6	3,5
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*1,9*	*2,0*	*1,5*	*1,6*	*1,8*	*1,9*	*1,9*	*1,8*
Estats Units	2,6	1,6	2,3	2,4	1,3	1,7	2,0	2,3	2,5	2,2
Zona de l'euro	1,9	1,7	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5
Alemanya	1,5	1,8	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,4	1,4	1,6
França	1,2	1,2	1,1	1,3	1,2	1,1	1,1	0,8	1,2	1,2
Itàlia	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7
Portugal	1,6	1,2	1,3	1,3	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,0
Espanya	3,2	3,3	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Japó	1,2	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,6	1,2	1,1	0,9
Regne Unit	2,2	2,0	1,0	1,5	2,0	2,2	1,8	1,7	1,1	0,7
Països emergents	*4,0*	*4,2*	*4,7*	*4,8*	*4,2*	*4,2*	*4,2*	*4,6*	*4,7*	*4,7*
Xina	6,9	6,6	6,3	5,9	6,7	6,7	6,5	6,6	6,5	6,2
Índia[1]	7,6	7,2	7,5	7,7	7,1	7,3	7,1	7,2	7,2	7,6
Indonèsia	4,8	5,1	5,4	5,6	5,2	5,0	5,3	5,3	5,4	5,4
Brasil	–3,8	–3,3	1,1	2,1	–3,6	–2,9	–1,3	0,5	1,2	1,3
Mèxic	2,6	2,1	2,0	2,5	2,6	2,0	1,6	1,8	1,9	2,1
Xile	2,3	1,7	2,0	2,5	1,6	1,6	1,5	1,8	1,9	2,1
Rússia	–3,7	–0,6	1,3	1,6	–0,6	–0,4	–0,4	1,0	1,3	1,4
Turquia	6,0	1,8	2,4	3,0	4,5	–1,8	–0,1	1,5	2,5	2,7
Polònia	3,9	2,7	3,3	3,1	3,1	2,2	2,8	3,4	3,4	3,4
Sud-àfrica	1,2	0,5	1,3	1,9	0,8	0,8	1,0	1,1	1,2	1,3
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	2,8	3,3	3,3	2,8	2,7	2,9	3,3	3,3	3,4
Països desenvolupats	*0,3*	*0,8*	*1,9*	*1,9*	*0,6*	*0,7*	*1,2*	*1,9*	*1,9*	*2,0*
Estats Units	0,1	1,3	2,5	2,4	1,0	1,1	1,8	2,6	2,5	2,7
Zona de l'euro	0,0	0,2	1,5	1,6	–0,1	0,3	0,7	1,4	1,5	1,6
Alemanya	0,1	0,3	1,7	1,7	0,0	0,4	0,8	1,5	1,6	1,7
França	0,1	0,3	1,6	1,6	0,1	0,4	0,7	1,4	1,5	1,7
Itàlia	0,1	–0,1	1,1	1,4	–0,3	–0,2	0,0	0,8	1,2	1,2
Portugal	0,5	0,7	1,3	1,5	0,5	0,7	1,1	1,2	1,3	1,3
Espanya	–0,5	–0,2	2,1	1,5	–0,9	–0,2	1,0	2,3	2,2	2,1
Japó	0,8	–0,1	0,9	0,8	–0,3	–0,5	0,5	1,0	0,8	1,2
Regne Unit	0,0	0,7	2,4	2,5	0,4	0,7	1,2	2,1	2,4	2,6
Països emergents	*4,7*	*4,4*	*4,4*	*4,3*	*4,5*	*4,3*	*4,2*	*4,3*	*4,4*	*4,4*
Xina	1,4	2,0	2,0	2,1	2,1	1,7	2,1	1,5	2,0	2,3
Índia	4,9	5,0	5,1	5,4	5,7	5,2	4,1	5,5	5,1	4,5
Indonèsia	6,4	3,5	4,0	5,0	3,5	3,0	3,4	3,5	4,2	3,8
Brasil	9,0	8,8	6,5	5,3	9,2	8,7	7,3	6,7	6,5	6,5
Mèxic	2,7	2,9	3,4	3,3	2,6	2,8	3,4	3,4	3,4	3,4
Xile	4,3	4,0	3,2	3,3	4,2	3,8	3,3	3,0	3,1	3,2
Rússia	15,5	7,2	5,7	5,4	7,3	6,8	6,1	5,7	5,8	5,6
Turquia	7,7	7,9	7,7	6,8	6,9	8,0	8,1	8,1	7,9	7,6
Polònia	–0,9	–0,6	1,5	2,0	–1,1	–0,8	0,4	1,3	1,5	1,5
Sud-àfrica	4,6	6,3	5,7	6,0	6,2	6,0	6,6	5,9	5,3	5,5

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

Previsions

Economia espanyola

	2015	2016	2017	2018	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	2,8	3,1	2,5	2,0	3,2	2,8	2,8	2,7	2,6	2,5
Consum de les AP	2,0	1,3	1,0	0,8	0,8	1,4	1,0	0,7	1,6	0,8
Formació bruta de capital fix	6,0	3,6	2,9	2,9	3,6	3,1	2,8	2,8	2,4	3,1
Béns d'equipament	8,9	5,7	2,8	2,8	6,2	5,0	4,0	3,6	2,1	2,6
Construcció	4,9	2,3	3,1	3,0	2,0	2,0	2,3	2,5	2,8	3,4
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,3	2,8	2,2	1,8	2,9	2,6	2,3	2,2	2,3	2,2
Exportació de béns i serveis	4,9	4,2	3,7	4,1	6,4	2,8	3,6	4,2	2,1	4,5
Importació de béns i serveis	5,6	3,1	3,0	3,2	5,1	0,9	1,5	2,5	1,4	4,2
Producte interior brut	**3,2**	**3,3**	**2,6**	**2,2**	**3,4**	**3,2**	**3,0**	**2,9**	**2,6**	**2,4**
Altres variables										
Ocupació	3,0	2,8	2,3	2,0	2,7	2,7	2,9	2,6	2,5	2,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	22,1	19,7	18,0	16,7	20,0	18,9	18,7	19,0	18,2	17,4
Índex de preus de consum	–0,5	–0,2	2,1	1,5	–0,9	–0,2	1,0	2,3	2,2	2,1
Costos laborals unitaris	0,2	–0,2	0,6	1,3	–0,3	–0,4	0,2	0,2	0,5	1,1
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,4	2,2	1,8	1,6	1,8	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	2,0	2,8	2,4	2,2	2,4	2,4	2,8	2,7	2,6	2,5
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–5,0	–4,6	–3,4	–2,5						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,26	0,52	1,04	1,94	0,50	0,50	0,58	0,75	1,00	1,08
Líbor 3 mesos	0,32	0,74	1,41	2,20	0,64	0,79	0,92	1,11	1,31	1,51
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	2,00	2,63	1,25	1,46	1,62	1,76	1,92	2,08
Deute públic a 2 anys	0,67	0,84	1,71	2,75	0,77	0,72	1,00	1,32	1,58	1,84
Deute públic a 10 anys	2,13	1,84	2,88	3,49	1,75	1,56	2,13	2,67	2,84	2,95
Euro										
Refi BCE	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	–0,02	–0,26	–0,31	–0,21	–0,26	–0,30	–0,31	–0,31	–0,31	–0,31
Euríbor 12 mesos	0,17	–0,03	–0,07	0,05	–0,02	–0,05	–0,07	–0,07	–0,07	–0,07
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,24	–0,58	–0,65	–0,29	–0,52	–0,64	–0,71	–0,70	–0,68	–0,65
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,10	0,44	0,84	0,12	–0,12	0,11	0,32	0,40	0,48
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,11	1,03	1,04	1,13	1,12	1,08	1,04	1,02	1,02
¥/€	134,33	120,28	117,40	116,30	121,91	114,26	117,91	121,35	118,29	115,94
£/€	0,73	0,82	0,87	0,86	0,79	0,85	0,87	0,86	0,88	0,87
PETROLI										
Brent ($/barril)	53,61	45,63	59,32	65,79	47,35	47,49	51,96	56,17	58,57	60,50
Brent (€/barril)	48,30	41,28	57,78	63,08	41,94	42,55	48,25	53,81	57,27	59,31

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

Previsions

CONJUNTURA · Els mercats internacionals es posicionen davant el nou entorn financer global

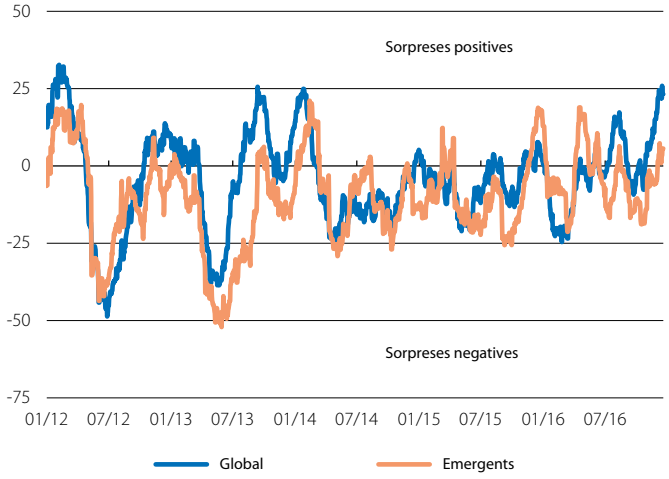
Els mercats internacionals es continuen ajustant als esdeveniments polítics recents. L'evolució dels mercats internacionals al llarg de les últimes setmanes ha continuat dominada per l'impacte de la victòria de D. Trump. Si la perspectiva de més estímuls fiscals ha beneficiat de manera particular els actius de renda variable als EUA, els dubtes sobre les polítiques de la nova Administració nord-americana continuen pesant sobre els actius emergents. A Europa, la negativa al referèndum italià no ha bloquejat el procés de reestructuració del sector bancari com es temia, la qual cosa ha donat suport al fort rebot de la banca a les principals places europees. Finalment, en el pla de la política monetària, els principals bancs centrals van actuar en línia amb les expectatives del mercat: la Reserva Federal (Fed) va augmentar el *fed funds* en 25 p. b. i el BCE va allargar el QE fins al desembre del 2017.

Cap a un entorn financer global menys acomodatici. Un dels principals canvis al qual s'haurà d'adaptar el mercat és l'ajust del *policy mix* als EUA, amb una política fiscal més expansiva i amb una política monetària una mica més restrictiva. Malgrat que ja s'han començat a dibuixar les principals implicacions d'aquest canvi, diversos focus d'incertesa continuen oberts. En particular, la magnitud de l'impuls fiscal i l'impacte d'altres polítiques que podria implementar la nova Administració (per exemple, en l'àmbit comercial). Pel que fa a la política monetària, els focus d'incertesa han disminuït, i el millor alineament entre les projeccions de la Fed i les expectatives del mercat que s'ha produït últimament, juntament amb el manteniment d'un escenari de pujada de tipus molt gradual, redueix el risc d'ajustos abruptes. En general, aquest nou entorn hauria de ser més favorable per als mercats de renda variable que per als de renda fixa i, en qualsevol cas, sembla més desafiador per als actius emergents. Així i tot, l'evolució de les principals dades macroeconòmiques, que s'han mostrat relativament robustes, fa pensar que els actius financers afronten el nou entorn financer global, cada vegada menys acomodatici, amb un suport relativament sòlid.

El BCE anuncia un ajust del programa de compra d'actius per mantenir el grau acomodatici de la política monetària. En la reunió del desembre, el Consell de Govern (CG) de la màxima autoritat monetària de la zona de l'euro va decidir allargar el QE fins al desembre del 2017 i reduir el ritme de compra d'actius des dels 80.000 milions mensuals actuals fins als 60.000 milions a partir de l'abril del 2017. A més a més, el BCE va introduir uns ajustos tècnics en el QE que consisteixen a incloure en el programa de compra d'actius els títols amb un venciment entre un i dos anys i, de manera puntual, els actius amb una rendibilitat inferior al tipus d'interès de la facilitat de

Índex de sorpreses econòmiques

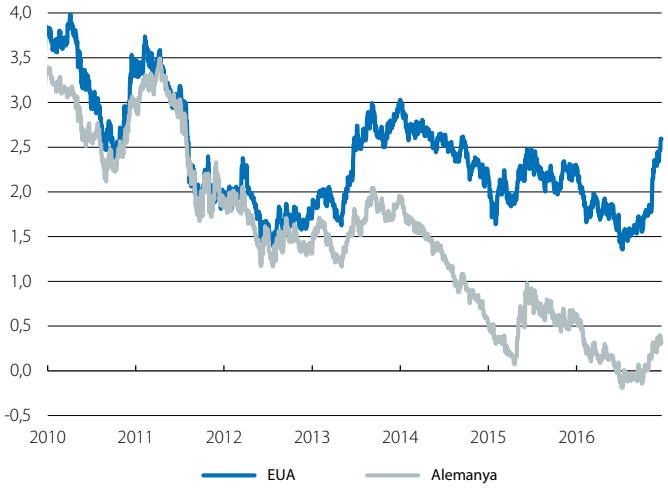
Nivell



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

Rendibilitats del deute públic a 10 anys

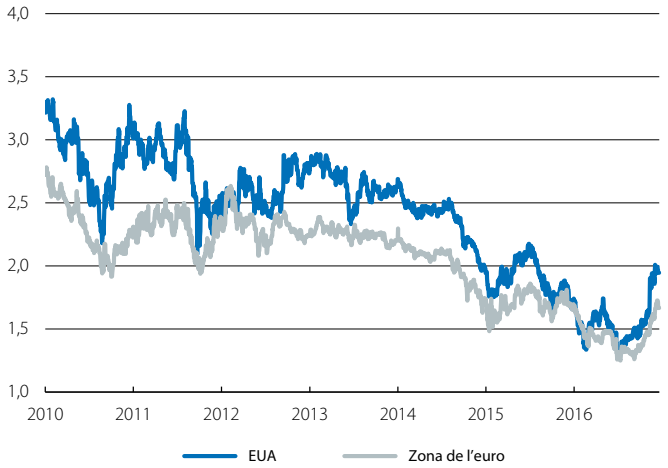
(%)



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.*

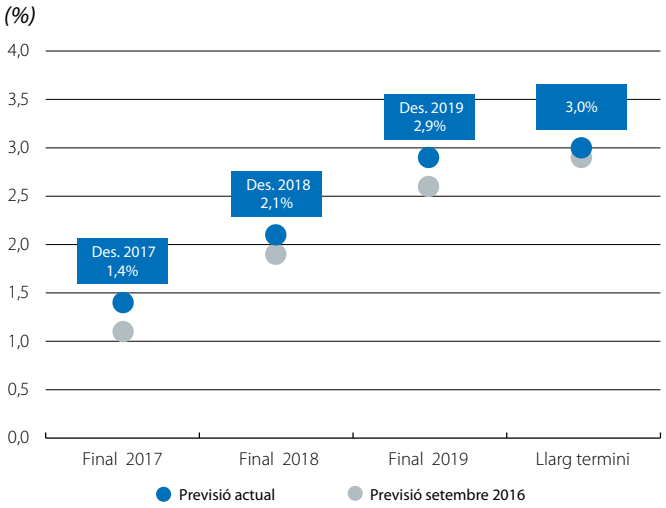
dipòsit. A més a més, Draghi va emfatitzar que no s'estava implementant un *tapering*, ja que els ajustos adoptats no consistien en una reducció gradual del volum de compres. El president del BCE va explicitar, també, que no s'havia contemplat la possibilitat de posar fi al QE i que l'opció d'ampliar el volum de compres o d'allargar el programa es mantenia oberta. Els mercats financers van acollir de forma favorable aquests anuncis, amb pujades a les borses europees, en particular en les cotitzacions del sector bancari, davant la perspectiva d'un major pendent de la corba de tipus.

La Fed reprèn el procés de normalització del tipus d'interès oficial. Així, un any després de la primera pujada de tipus en vuit anys, la Fed va anunciar un augment de 25 p. b. del tipus oficial, fins a l'interval 0,50%-0,75%, tal com s'esperava. Els membres del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) van donar suport a aquesta decisió, atesa la fermesa mostrada pels diferents indicadors d'activitat i pel mercat de treball nord-americà, i confiant que aquestes tendències tindran continuïtat en el futur. No obstant això, el principal focus d'atenció d'aquesta reunió es va situar en les pistes que la Fed podia oferir sobre el ritme de pujades del tipus rector en els propers trimestres. En concret, els membres del FOMC esperen ara tres pujades el 2017, mentre que les projeccions publicades al setembre en contemplaven només dues. Per tant, malgrat aquest lleuger canvi, es continua esperant que la Fed normalitzi les condicions monetàries de manera molt gradual. Un dels factors que pot alterar aquesta previsió és la valoració que faci la Fed de l'impacte sobre el creixement i la inflació de la nova política econòmica que durà a terme l'Administració Trump. Una incògnita que la Fed desvetllarà a mesura que els anuncis fets per D. Trump es vagin transformant en mesures concretes.

El mercat de renda fixa sobirana nord-americana continua immers en una fase de correcció. Després del fort rebot provocat per la victòria de Trump, les rendibilitats dels bons sobirans nord-americans, en particular les rendibilitats a llarg termini, han mantingut l'ascens, tot i que de forma més pausada. Lluny de frenar aquesta tendència, els missatges de la Fed han servit de catalitzador per empènyer les rendibilitats cap a nivells més elevats. Així, en la segona part de desembre, la rendibilitat del bo sobirà nord-americà a 10 anys es va situar al voltant del 2,5%, el nivell més alt des de mitjan 2014. La perspectiva d'un canvi de política econòmica, amb un major pes dels estímuls fiscals, continua sent el principal factor que justifica el repunt de les rendibilitats sobiranes als EUA. Però, en les últimes setmanes, altres factors, com la solidesa dels indicadors d'activitat o el repunt del preu del petroli, també han donat suport a aquesta dinàmica alcista.

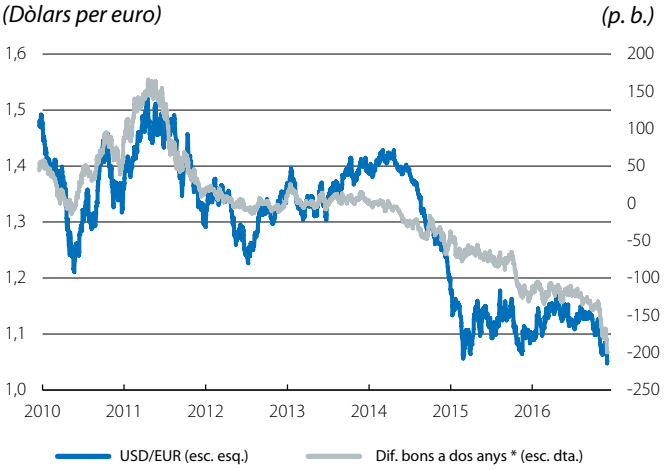
El dòlar s'aprecia amb força enfront de l'euro i les divises emergents mostren senyals d'estabilització. El canvi dòlar-euro s'ha acostat a la paritat i ha assolit el nivell mínim des del 2003, principalment davant la perspectiva d'una divergència perllongada entre la política monetària dels EUA i de la zona de l'euro. En canvi, les monedes emergents han mostrat senyals d'estabi-

*EUA: nivell previst del tipus d'interès oficial **



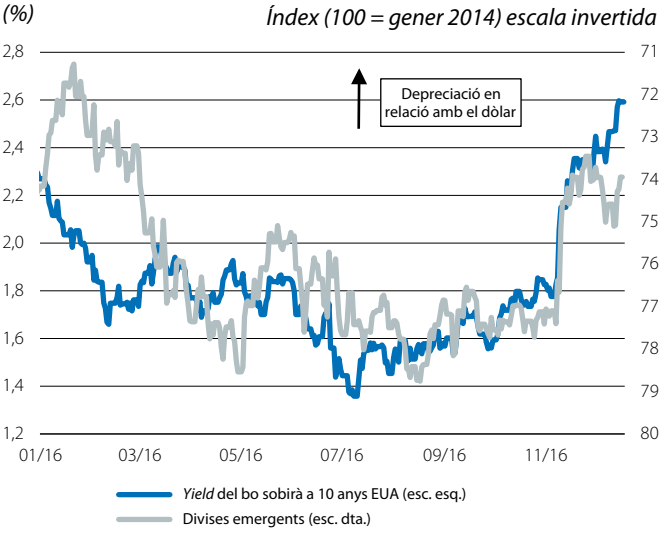
Nota: ** Mitjana de les projeccions dels membres del FOMC de la Reserva Federal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal.*

Tipus de canvi dòlar-euro i diferencial de rendibilitat del bo a dos anys



Nota: ** Diferencial entre el bo alemany i el nord-americà a dos anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Divises emergents i renda fixa als EUA



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

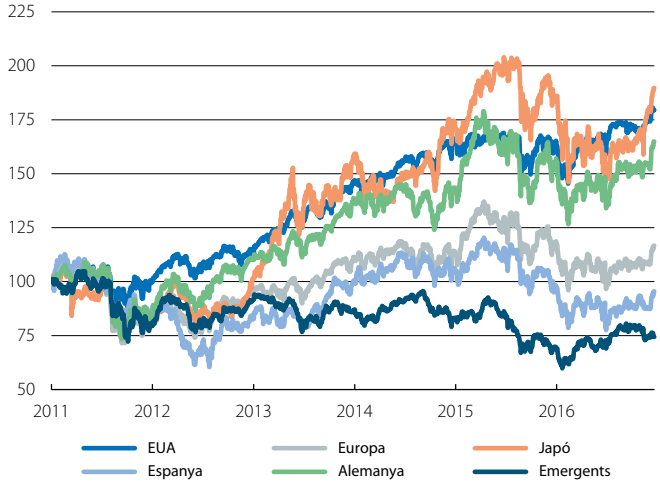
lització enfront del dòlar després de la forta correcció posterior a la victòria de Trump. El rebot del preu del petroli i el descens de l'aversió al risc fins a cotes mínimes són els principals factors que han propiciat aquesta estabilització. No obstant això, en els propers trimestres, l'alça dels tipus d'interès als EUA pot renovar la pressió sobre les divises emergents.

Les borses emergents continuen digerint la victòria de Trump mentre el sector bancari dóna suport a les borses europees. Al contrari del que ha succeït a la majoria de les borses desenvolupades, la victòria de D. Trump continua penalitzant una gran part dels mercats emergents de renda variable. Malgrat una certa estabilització, les borses emergents s'han mantingut a la vora dels mínims assolits després de l'anunci del resultat electoral. Els dubtes sobre les polítiques que pot implementar la nova Administració nord-americana, en particular les comercials, són el principal factor que explica aquest estancament dels valors emergents. L'aclariment d'aquest focus d'incertesa i l'enduriment de les condicions financeres globals són els elements que determinaran el tarannà dels actius emergents en els propers mesos. Al bloc avançat, els tres principals índexs borsaris nord-americans (S&P 500, Nasdaq i Dow Jones) han assolit nous màxims històrics. A Europa, les borses han repuntat amb força arran de l'impuls del sector bancari, propiciat pels ajustos introduïts pel BCE en el QE i, sobretot, per l'esvaïment dels temors a un estancament del procés de resolució dels problemes de la banca italiana.

L'acord de l'OPEP propulsa el preu del petroli al seu nivell més alt des de l'estiu del 2015, amb el barril de qualitat Brent oscil·lant al voltant dels 55 dòlars. Aquest fort rebot del preu del cru va tenir lloc en dos temps. Primer, el 30 de novembre, amb l'anunci d'una disminució de la producció d'1,2 milions de barrils al dia per part dels països membres del càrtel. Segon, el 10 de desembre, amb la confirmació que uns altres 12 països productors de petroli no membres de l'OPEP (inclosa Rússia) se sumaven a l'acord i retallaven la producció en 600.000 barrils diaris. Més enllà dels ambiciosos objectius en la limitació de la producció, el lideratge de l'Aràbia Saudita i la implementació, per primera vegada, d'un mecanisme de control per assegurar el compliment de l'acord fan que sigui creïble i que, per tant, l'impacte sobre el preu del petroli pugui ser persistent. Així i tot, sembla que el recorregut a l'alça és relativament limitat a més llarg termini, ja que això podria facilitar l'entrada d'altres productors, en particular els de *shale* (per a més detalls, vegeu el Focus «Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel», d'aquest *Informe Mensual*).

Principals borses internacionals

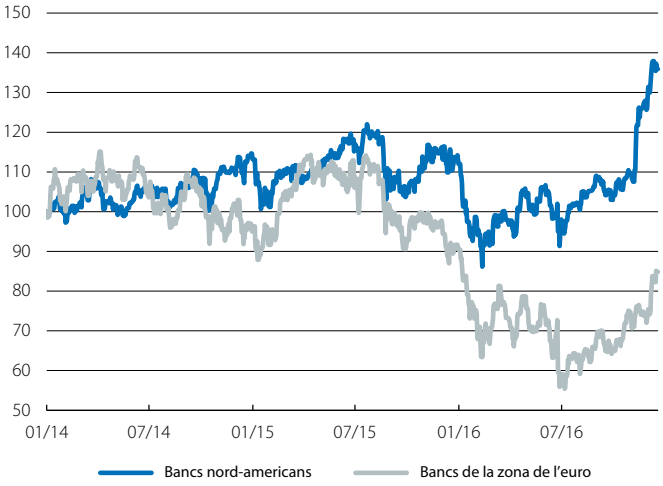
Índex (100 = gener 2011)



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

Sector bancari: EUA i zona de l'euro

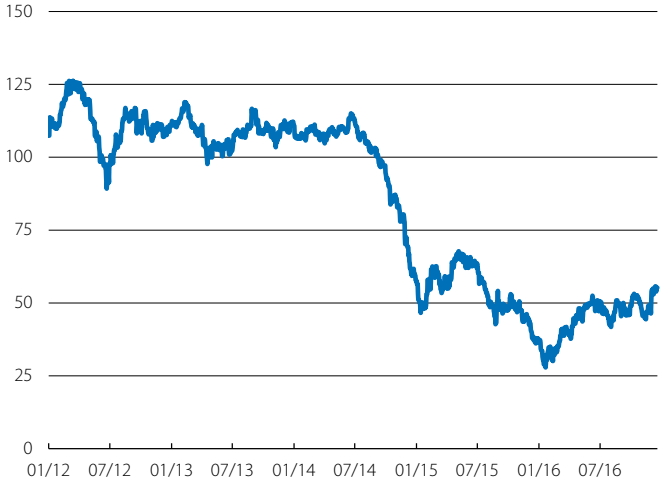
Índex (100 = gener 2014)



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

Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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

FOCUS · Oportunitats d'inversió i diversificació de carteres

En els últims mesos, han augmentat les veus que consideren que s'ha incrementat la correlació, o el grau de sincronia, entre la rendibilitat dels diferents actius financers (vegeu el gràfic adjunt). Això és d'enorme rellevància, ja que constitueix un aspecte fonamental en la construcció de les carteres d'inversió: per ajustar el perfil de risc d'una cartera al desitjat per cada inversor, és imprescindible poder diversificar de forma adequada els actius en què s'inverteix.

A més de la importància que té per a l'inversor a nivell individual, el grau de correlació entre actius també se segueix amb molta atenció des dels bancs centrals i des de les diferents institucions responsables de vetllar per l'estabilitat financera, com l'FMI o el Banc Internacional de Pagaments, ja que una major sincronia entre l'evolució dels diferents actius financers també augmenta la vulnerabilitat de les economies a *shocks* adversos de sentiment als mercats financers.

El temor a un augment de la correlació ha estat recurrent en els últims anys, i el debat sobre els factors que poden generar-lo és intens. En les últimes dècades, un element que ha estat fonamental perquè es mantingués una correlació negativa entre la renda fixa i la renda variable (la qual cosa ha permès diversificar les carteres de forma senzilla) ha estat la implementació d'una política monetària encertada i efectiva, que ha ajustat els tipus d'interès per esmorteir l'impacte dels *shocks* adversos que s'han produït. Això ha fet que les expectatives d'inflació es mantinguessin relativament estables durant molts anys i ha facilitat que la renda fixa fos un bon refugi quan hi ha hagut episodis de correcció en la renda variable. No obstant això, la credibilitat dels bancs centrals s'ha vist afectada en els últims anys, i cada vegada hi ha més dubtes sobre la seva capacitat per controlar la inflació en un món en què els preus estan més determinats per les condicions globals. A més a més, els instruments a l'abast dels bancs centrals semblen més limitats ara que la inflació es manté en cotes baixes malgrat que els tipus d'interès estan en mínims històrics.

Un altre factor que cal tenir en compte per valorar les possibilitats de diversificació d'una cartera és la globalització dels mercats financers. D'una banda, això hauria de permetre que els inversors tinguin accés a un ventall més ampli d'oportunitats d'inversió i, per tant, hauria de facilitar una major diversificació de les carteres. No obstant això, el temor és que la major diversificació de les carteres a nivell internacional acabi fent que el preu dels diferents actius estigui més determinat per factors globals que per factors locals o idiosincràtics.

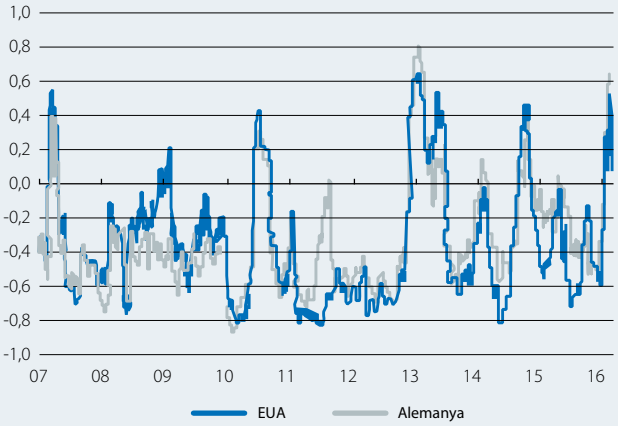
Finalment, un altre factor que sovint se suggereix que pot fer augmentar la sincronia entre la rendibilitat dels actius és l'aplicació de tècniques de gestió de carteres molt similars entre els agents que operen als mercats i que estan basades en algorismes que generen ordres de compra i de venda automàtiques. De tota manera, malgrat que això sí que sembla que ha tingut un paper rellevant en casos puntuals, que han generat repunts de la volatilitat en alguns actius concrets, no hi ha evidència fefaent que mostri que estigui generant, ara com ara, un augment secular de la correlació entre actius.

En els últims trimestres, la preocupació sobre la sincronia entre actius ha guanyat força per l'aparició de dues forces que aparentment podrien augmentar-la. D'una banda, la perspectiva que els tipus d'interès han tocat fons i que, molt probablement, han iniciat una tendència alcista (la qual cosa disminueix el preu de la renda fixa) preocupa els inversors que veuen la renda variable amb escàs recorregut alcista. Arguments en aquest sentit no falten. Als EUA, l'S&P 500 està en màxims històrics i, a la zona de l'euro, els índexs borsaris es veuen llastats per un creixement que no s'acaba d'enlairar i per una incertesa elevada.

No obstant això, també hi ha motius per a ser optimistes. En particular, l'augment de la inflació previst per als propers trimestres hauria d'afavorir la renda variable. Així mateix, la major laxitud fiscal, en especial als EUA o al Regne Unit, donarà suport als sectors cíclics, com els vinculats al consum o a la inversió en infraestructures. A més a més, en última instància, la normalització dels tipus d'interès respon a la millora de les condicions macroeconòmiques, i, si aquesta es produeix, tard o d'hora s'hauria de reflectir en una bona evolució dels principals índexs borsaris.

Correlació entre renda fixa i renda variable

(Índex de correlació)



Nota: *Per al càlcul de l'índex de correlació, s'utilitza l'MSCI World Index i el deute públic a 10 anys als EUA i a Alemanya, respectivament. L'índex mostra l'evolució de la correlació en finestres de tres mesos de la rendibilitat setmanal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Goldman Sachs Investment Research.*

FOCUS · Zona de l'euro: les emissions de bons corporatius encaren el 2017 en plena forma

Els mercats internacionals de bons corporatius han mostrat un gran vigor en els últims anys. La zona de l'euro n'és un clar exponent: les emissions d'empreses no financeres van assolir els 1,04 bilions d'euros en el trienni 2013-2015, en relació amb els 0,86 bilions del 2010-2012 i amb els 0,52 bilions del 2004-2006. Aquest ímpetu emissor no s'ha vist alterat el 2016, tal com ho reflecteixen els 0,39 bilions emesos fins al novembre, una xifra que supera el volum registrat en el conjunt del 2015. Tant les condicions de demanda com les d'oferta indiquen que la pauta d'emissions a l'alça a la zona de l'euro es perllongarà el 2017.

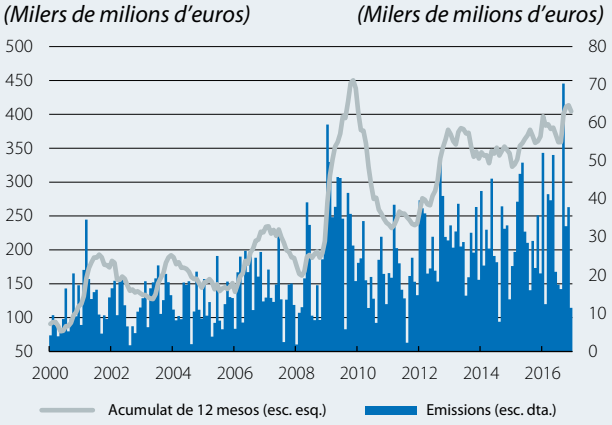
Previsiblement, la demanda de bons corporatius continuarà sent robusta gràcies a l'ajut inestimable dels bancs centrals. Les polítiques monetàries de tipus d'interès ultrabaixos (fins i tot negatius) han impulsat des del 2009 la demanda de bons a nivell internacional. Nombrosos inversors s'han vist temptats a buscar rendibilitat (*search for yield*) en actius com els bons corporatius. En el cas de la zona de l'euro, això ha estat un element clau per a l'enlairament d'un mercat que, històricament, havia tingut un paper secundari en relació amb el de deute públic, amb la borsa i amb els préstecs bancaris. El procés es va intensificar amb les polítiques monetàries no convencionals. En aquest sentit, la posada en marxa del programa de compra de bons corporatius del BCE la primavera passada va revitalitzar el ritme d'emissions, que, en els primers compassos del 2016, s'havia afeblit. Malgrat que puguin perdre una mica d'intensitat, aquestes forces continuaran contribuint en sentit favorable el 2017. En primer lloc, perquè els programes de compra de bons sobirans i corporatius del BCE continuaran plenament operatius. En segon lloc, perquè el 2017 serà, amb moltes probabilitats, el primer any en què els emissors i els inversors albirin l'inici de la disminució dels estímuls monetaris a la zona de l'euro (*tapering*). Cal esperar que, davant aquesta circumstància, les companyies intensifiquin la seva apel·lació al mercat de capitals per anticipar posteriors augments dels costos de finançament. Això ens du al terreny de les condicions del costat de l'oferta.

L'evolució dels balanços corporatius i les «polítiques d'assignació de capital» de les empreses són propícies perquè continuïn apel·lant al mercat de bons amb decisió. Pel que fa als balanços empresarials, cal admetre que les companyies cotitzades europees podrien no haver culminat encara el seu particular procés de despalanquejament. No obstant això, és innegable que aquest procés està molt avançat. A més a més, la solidesa dels balanços és remarcable, i els impagaments de deute corporatiu se situen en nivells molt continguts, al voltant del 2%. Tot plegat afavoreix que el ritme d'emissions corporatives no perdi embranzida, tot i que no sembla que els venciments de deute el 2017 siguin gaire urgents.

Sembla que les tendències vigents en les «polítiques d'assignació de capital» (*capital allocation*) corroboren la perspectiva positiva del mercat primari de renda fixa privada. A grans trets, les companyies poden emprar els recursos financers (tant els que generen internament com els que obtenen externament mitjançant préstecs o l'emissió d'accions i de bons) en cinc grans rúbriques: inversió en capital (*capex*), operacions de fusió i adquisició d'altres companyies (M&A), repagament de deute i retribució a l'accionista mitjançant dividends o recompra d'accions. Les perspectives de moderació del *capex* i la timidesa de la recompra d'accions per part de les empreses de la zona de l'euro no auguren augments de l'emissió de bons. No obstant això, sí seran motors poderosos el pagament de dividends i, en especial, el ressorgiment de l'activitat M&A. Des de fa alguns trimestres, s'aprecia que les companyies europees recorren a estratègies de creixement inorgànic, la qual cosa sol comportar majors emissions de bons, sobretot si tenim en compte que les fusions i les adquisicions s'han erigit, històricament, en la principal destinació de recursos entre les cinc esmentades més amunt (fins a copar al voltant del 40%).

En suma, el mercat primari de bons corporatius de la zona de l'euro continuarà gaudint de vents de cua el 2017.

Zona de l'euro: emissions de bons corporatius *



Nota: ** Emissions de deute sènior amb venciments superiors a dos anys de corporacions no financeres establertes a la zona de l'euro.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	30-des	30-nov	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	**–0,32**	–0,31	–1	–18,8	–18,7
Euríbor 12 mesos	**–0,08**	–0,08	0	–14,0	–13,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,80**	–0,80	0	–42,2	–42,2
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,77**	–0,73	–4	–42,5	–42,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**0,21**	0,28	–7	–41,9	–41,9
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**1,38**	1,55	–17	–39,1	–39,1
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	**118**	128	–10	3,4	3,4
EUA					
Fed funds (límit superior)	**0,75**	0,50	25	25,0	25,0
Líbor 3 mesos	**1,00**	0,93	7	38,7	38,8
Líbor 12 mesos	**1,69**	1,64	5	51,2	51,5
Deute públic a 1 any	**0,81**	0,77	4	21,3	21,3
Deute públic a 2 anys	**1,19**	1,11	8	14,2	11,9
Deute públic a 10 anys	**2,44**	2,38	6	17,1	14,6

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

	30-des	30-nov	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**72**	80	–7	–5,0	–5,1
Itraxx Financer Sènior	**93**	107	–14	16,7	16,6
Itraxx Financer Subordinat	**221**	245	–23	65,7	65,6

Tipus de canvi

	30-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
$/€	**1,052**	1,059	–0,7	–3,2	–3,8
¥/€	**122,970**	121,190	1,5	–5,9	–6,7
£/€	**0,854**	0,847	0,8	15,8	15,7
¥/$	**116,960**	114,460	2,2	–2,7	–3,0

Primeres matèries

	30-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**423,1**	421,0	0,5	12,9	13,2
Brent ($/barril)	**55,4**	49,9	11,1	55,0	58,1
Or ($/unça)	**1.152,3**	1.173,3	–1,8	8,6	8,6

Renda variable

	30-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**2.238,8**	2.198,8	1,8	9,5	8,5
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.290,5**	3.051,6	7,8	0,7	0,1
Ibex 35 (Espanya)	**9.352,1**	8.688,2	7,6	–2,0	–3,0
Nikkei 225 (Japó)	**19.114,4**	18.308,5	4,4	0,4	0,4
MSCI emergents	**862,3**	862,8	–0,1	8,6	8,9
Nasdaq (EUA)	**5.383,1**	5.323,7	1,1	7,5	6,3

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

CONJUNTURA · Acceleració el 2017, però amb riscos a la baixa

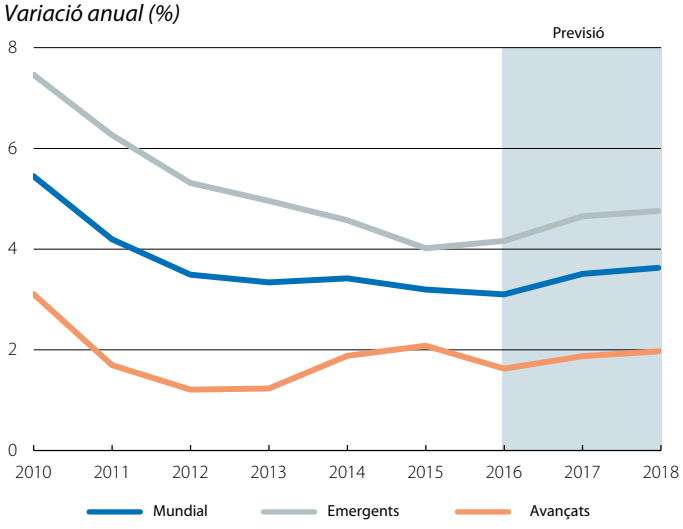
L'economia mundial va créixer el 3,1% el 2016, un ritme molt similar al del 2015 (el 3,2%). L'any 2016 va anar de menys a més, amb el suport, sobretot, de l'acceleració de les economies emergents en la segona meitat de l'any, mentre que el creixement de les economies avançades, tot i ser significatiu, es va situar lleugerament per sota del registrat el 2015. A nivell mundial, l'avanç econòmic es va veure afavorit pel manteniment d'una política monetària molt acomodatícia per part dels principals bancs centrals i per una lleugera recuperació del preu del petroli, que va alleujar les pressions financeres de diversos països emergents (exportadors de cru) i que va ser prou suau per no perjudicar els països importadors. En aquest sentit, l'acord per reduir la producció de petroli assolit pels països de l'OPEP, i al qual es van sumar els països no-OPEP (inclosa Rússia), donarà suport a la continuïtat de la recuperació de la cotització del petroli (vegeu el Focus «Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel», en aquest *Informe Mensual*).

El 2017, el ritme d'avanç s'accelerarà de forma moderada, tot i que la incertesa continuarà sent elevada. En particular, CaixaBank Research preveu que el creixement de l'activitat econòmica a nivell mundial s'accelerarà fins al 3,5%, gràcies a les economies emergents i a una lleugera millora dels països avançats. Els principals riscos que envolten aquest escenari són de caràcter polític (orientació de l'Administració Trump, negociacions sobre el *brexit* i eleccions a Europa, entre d'altres), però també caldrà seguir de prop l'impacte del procés de normalització monetària que s'espera que la Reserva Federal (Fed) dugui a terme al llarg de l'any, així com l'estabilitat financera de la Xina.

ESTATS UNITS

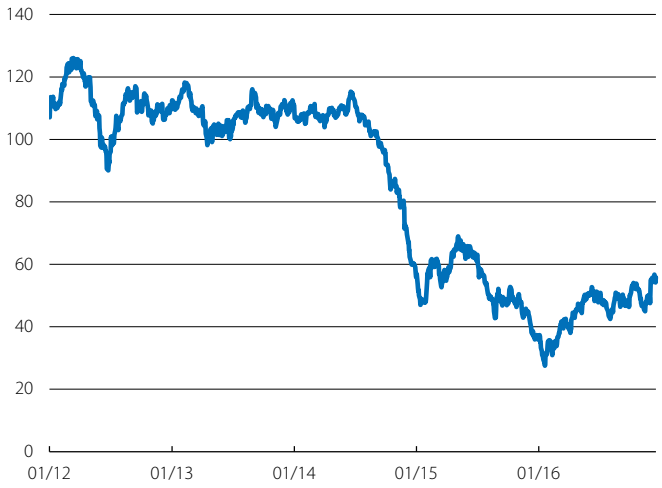
L'economia nord-americana s'endinsa en una fase més madura del cicle econòmic, amb taxes de creixement moderades i amb una elevada utilització de la capacitat productiva, la qual cosa fa pensar que la tendència a l'alça dels preus i dels salaris es consolidarà en els propers trimestres. Els EUA es troben en el quart cicle expansiu més llarg des del 1950, amb set anys de durada, només superat pels cicles del 1992 (16 anys), del 1959 (15 anys) i del 1983 (8 anys) (vegeu el Focus «EUA: en la fase madura del cicle i amb una política fiscal expansiva», en aquest *Informe Mensual*). A més a més, els diferents indicadors d'activitat continuen dibuixant una consolidació del ritme d'avanç. En aquest sentit, la visió d'un creixement sòlid de l'activitat econòmica va ser reforçada amb la revisió a l'alça del PIB del 3T, que va avançar el 0,9% intertrimestral (l'1,7% interanual), la qual cosa dibuixa una clara acceleració en relació amb la primera meitat de l'any. En particular, el PIB del 3T 2016 es va basar en un avanç ferm del consum privat (el 2,8% interanual), que representa el 70% del PIB. Van destacar, també, el fort creixement de les exportacions i la contribució positiva

PIB mundial
Variació anual (%)



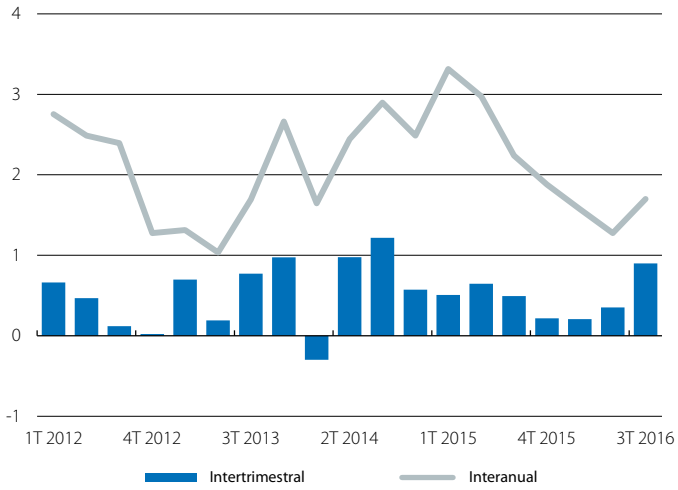
Font: *CaixaBank Research.*

Petroli: preu del barril qualitat Brent
(Dòlars per barril)



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

EUA: PIB
Variació intertrimestral i interanual (%)



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

del component d'existències, després de diversos trimestres restant.

La Fed, avalada per la tendència a l'alça de la inflació, reprèn la pujada de tipus. En la reunió del desembre, tal com s'esperava, la Fed nord-americana va incrementar en 25 p. b. el rang en què situa el tipus de referència i el va emplaçar en el 0,50%-0,75%. Així mateix, la institució monetària va apuntar que, el 2017, durà a terme tres pujades addicionals del tipus d'interès, enfront de les dues que va apuntar en la reunió del setembre del 2016. La nova tendència coincideix amb l'escenari de previsions de CaixaBank Research i és lleugerament més *hawkish* del que esperava el mercat.

L'IPC general dels EUA va créixer l'1,7% interanual al novembre, 1 dècima per damunt del registre del mes anterior, esperonat pel sòlid avanç del component energètic i pel creixement dels lloguers imputats, que tenen un pes important en l'IPC nord-americà. La recuperació de la inflació continuarà tenint el suport de la bona marxa del consum, que, al seu torn, es veurà afavorit per la solidesa del mercat laboral. Al novembre, es van crear 178.000 llocs de treball, la taxa d'atur va baixar fins al 4,6% i els salaris van avançar un considerable 2,5% interanual. Així mateix, el mesurament més ampli de l'atur, realitzat pel Bureau of Labor Statistics, l'U6 (que comptabilitza com a aturades les persones que treballen a temps parcial però que voldrien fer-ho a temps complet), també va baixar fins al 9,3%, per damunt del 8% assolit el 2006 i el 2007, però clarament per sota de la mitjana històrica. No és estrany, per tant, que la Fed, en el comunicat del desembre, indiqués que havia decidit realitzar la pujada de tipus per «les condicions ocorregudes i esperades de la inflació i del mercat laboral».

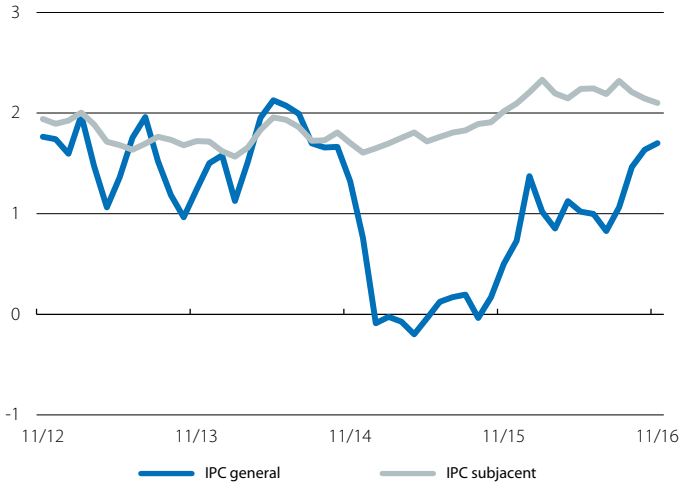
Els indicadors d'activitat del 4T continuen marcant avanços considerables. L'indicador de confiança empresarial (ISM) de manufactures va augmentar fins a situar-se en els 53,2 punts al novembre, el nivell més alt dels cinc últims mesos. El seu homòleg per al sector de serveis va escalar fins als 57,2 punts, el nivell més alt dels 13 últims mesos. En la mateixa línia, els indicadors d'activitat empresarial manufacturera elaborats per la Fed de Filadèlfia i per la de Nova York també van augmentar de manera considerable i van corroborar la bona marxa de l'economia en el tram final del 2016.

JAPÓ

Continua la fragilitat al Japó, tot i que la revisió de la sèrie històrica del PIB mostra uns avanços lleugerament millors en els últims anys. En particular, i segons les noves dades, el PIB va avançar l'1,2% el 2015, enfront del 0,6% estimat prèviament. Així mateix, en els tres primers trimestres del 2016, el creixement interanual mitjà va ser del 0,7%, gairebé 2 dècimes per damunt del registre anterior. Això últim comporta una revisió tècnica de la previsió de creixement de CaixaBank Research per al còmput anual del 2016, del 0,7% a l'1,0%, i del 2017, de l'1,1% a l'1,0%. Malgrat la revisió de la sèrie del PIB, l'economia japonesa es continua mostrant feble, en bona part per la falta de dinamisme del consum privat.

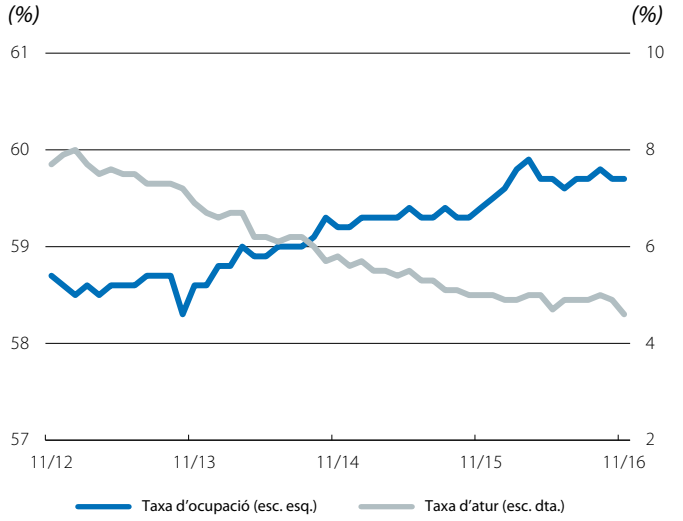
EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

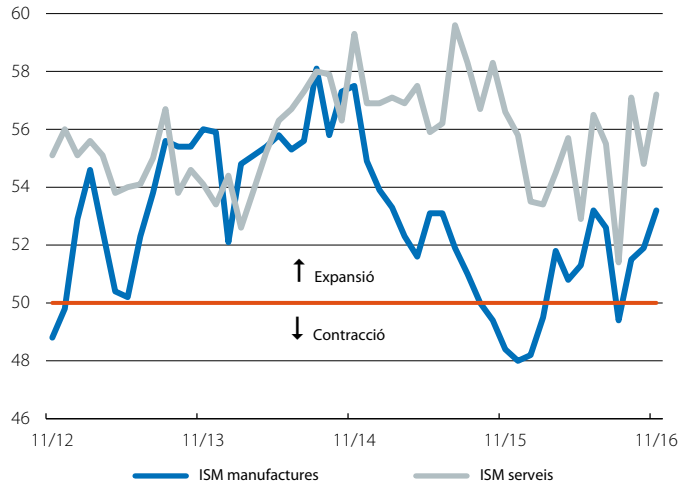
EUA: mercat laboral



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

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

Els indicadors d'activitat milloren lleugerament al final del 2016, però es mantenen els dubtes de cara al 2017. En particular, el sector exterior va millorar al novembre, amb unes exportacions que, en termes nominals, van alentir de forma notable la taxa de caiguda, del –10,2% interanual de l'octubre al –0,4% actual. En termes de volums, la millora també va ser substancial, amb unes exportacions que van créixer el +7,4% interanual, afavorides per les vendes a la Xina i als EUA. La depreciació del ien en el tram final de l'any, fins als 117 iens per dòlar, s'hauria de continuar basant en la millora de les exportacions cap al mercat nord-americà. Per la seva banda, l'índex de sentiment empresarial Tankan va mostrar una certa millora per a les grans empreses manufactureres en el 4T.

EMERGENTS

A la Xina, les bones dades d'activitat mostren una estabilització del creixement, tot i que persisteixen els riscos. Així, les vendes al detall van créixer el 10,8% interanual al novembre, el millor registre del 2016; la producció industrial va avançar el 6,2% interanual, 2 dècimes per damunt de la mitjana entre el gener i l'octubre, i els fluxos comercials van créixer després de mesos de caigudes. Les exportacions van avançar el 0,1% interanual, el primer avanç des del març (malgrat que, en l'acumulat de 12 mesos, encara es registren caigudes, del –6,2%), i les importacions van augmentar el 6,7% interanual, el creixement més intens des del setembre del 2014 (el –6,4% en l'acumulat de 12 mesos). Malgrat la millora dels indicadors d'activitat, l'estabilitat financera del país continua sent una font de preocupació. En aquest sentit, sembla que, durant l'últim mes, les sortides de capitals han tornat a agafar força, tal com ho reflecteix la reducció de 69.057 milions de dòlars de les reserves de divises al novembre, la caiguda mensual més important des del gener del 2016. El temor a una depreciació abrupta i desordenada de l'RMB és, en part, responsable d'aquest fenomen (vegeu el Focus «Fugida de capitals de la Xina, un risc que cal tenir en compte», de l'IM06/2016).

Caiguda inesperada del PIB de Turquia, amb un descens de l'1,8% interanual en el 3T 2016 (el +4,5% en el 2T). El principal responsable d'aquest ajust és la negativa evolució del consum i de les exportacions. Cal destacar que s'ha produït un canvi metodològic que ha modificat de manera notable la sèrie històrica del PIB: el nivell és l'11% superior i el creixement del 2015 es va situar en el 6,0%, enfront del 3,9% anterior. Més enllà del canvi metodològic, les xifres més recents suggereixen que la pèrdua de *momentum*, que CaixaBank Research esperava que es produís al llarg del 2017, s'ha avançat. Després de la revisió de la sèrie, i atesa la feblesa ja evident en el 3T 2016, CaixaBank Research ha rebaixat de forma substancial la previsió de creixement per al 2016 (del 3,2% a l'1,8%) i per al 2017 (del 2,9% al 2,4%).

Japó: revisió de la sèrie de PIB

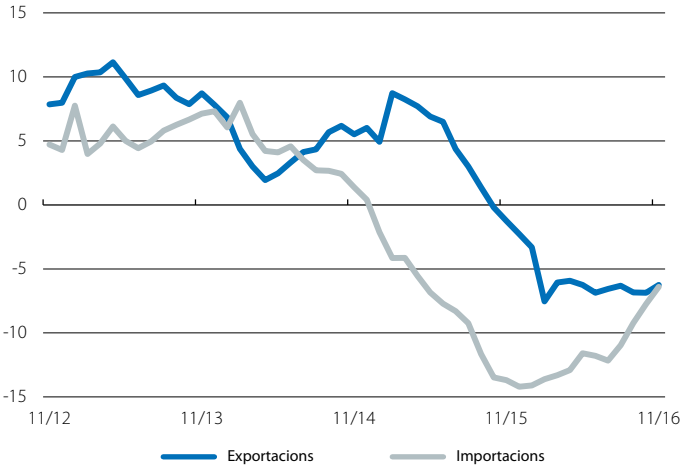
Creixement interanual (%)

	2013	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016
Abans	1,4	–0,1	0,6	0,1	0,8	0,8
Després	2,0	0,2	1,2	0,3	0,9	1,0
Diferència (p. p.)	*0,66*	*0,36*	*0,66*	*0,17*	*0,1*	*0,22*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de l'Interior i Comunicacions.*

*Xina: comerç exterior de béns **

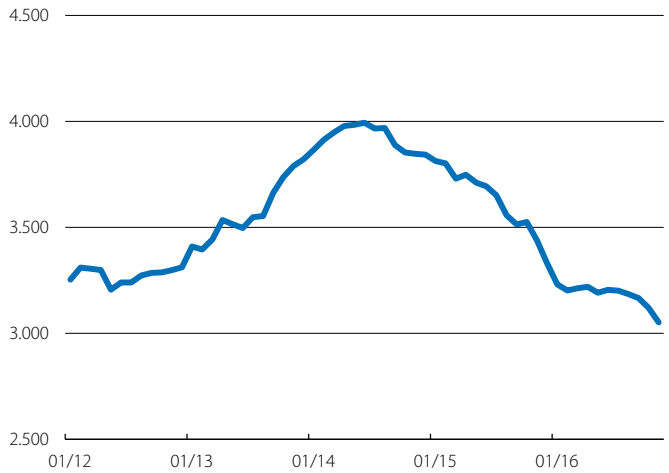
Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)



Nota: ** Dades nominals en dòlars.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la duana xinesa.*

Xina: reserves internacionals

(Milers de milions de dòlars)



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

FOCUS · EUA: en la fase madura del cicle i amb una política fiscal expansiva

Un bilió de dòlars per millorar les infraestructures dels EUA i una àmplia rebaixa en els tipus impositius, dues de les promeses del president Trump als seus votants. Però necessiten els EUA un impuls fiscal si la taxa d'atur es troba per sota del 5,0% i el creixement s'ha mantingut per damunt del 2% des del 2010? Malgrat que l'impuls fiscal serà un vent de cua per al creixement nord-americà, si l'economia funciona a ple rendiment, la seva efectivitat podria ser menor i, a més a més, pot generar pressions inflacionistes i ajornar l'ajust del deute públic.

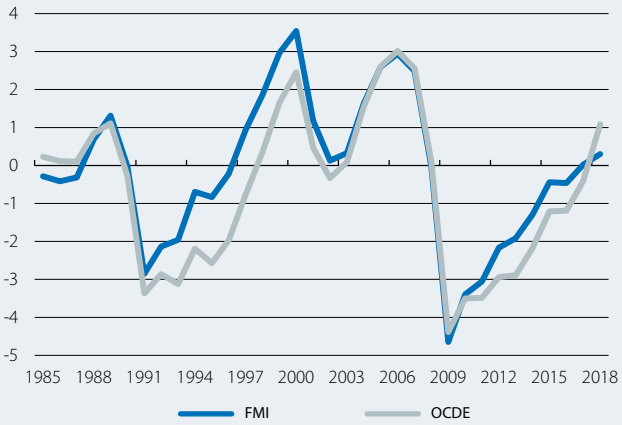
L'anàlisi de la posició cíclica d'una economia no és senzilla, però el veredicte dels principals indicadors sembla clar per al cas nord-americà. Començant per alguns dels indicadors bàsics, la inflació subjacent se situa per damunt del 2% des de fa mesos i els salaris registren avanços al voltant del 2,5% interanual. En els dos casos, per tant, els registres són típics de moments en què l'economia nord-americana s'ha trobat en una etapa madura del cicle econòmic.

Una manera una mica més sofisticada de valorar en quin punt del cicle es troba una economia és mitjançant la bretxa de producció o *output gap*.[1] Així, segons les estimacions més recents de l'FMI, l'economia nord-americana s'apropa al tancament de la bretxa de producció després d'anys de *gap* negatiu. Malgrat que el marge d'error en aquesta estimació és elevat, altres organismes, com l'OCDE, també constaten que els EUA tancaran la bretxa al llarg del 2017 (vegeu el primer gràfic).

D'altra banda, també hi ha un seguit d'indicadors macrofinancers que solen ser bons predictors de la posició cíclica a mitjà termini d'una economia. En aquesta línia, l'OCDE elabora una variable que aglutina diversos d'aquests indicadors per a un conjunt de països, entre els quals hi ha els EUA.[2] A partir d'aquesta variable, es pot construir un «rellotge», que, com si fos un de convencional, «marca» l'estadi cíclic en què es trobarà una economia al cap d'uns tres trimestres. El que s'observa en el rellotge nord-americà és que, el 2015, semblava que l'economia s'apropava al tancament del cicle recessiu-expansiu iniciat al final del 2007 (vegeu el segon gràfic). El 2016, i amb les dades disponibles fins avui, que no inclouen el tram final de l'any, s'observa un empitjorament en el rellotge, conseqüència del repunt de la volatilitat financera a nivell global de les acaballes del 2015 i començament del 2016 i de la forta caiguda del preu del petroli, que va afectar de manera substancial el sector energètic del país. En aquest sentit, la clara millora dels indicadors avançats d'activitat en els últims mesos i la recuperació del preu del cru són elements que haurien de retornar el rellotge a cotes semblants a les del 2015, coincidents amb una fase madura del cicle.

EUA: output gap

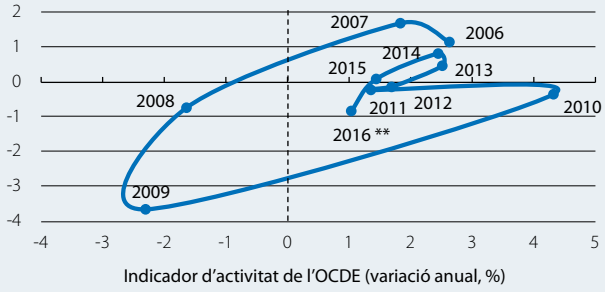
(% del PIB potencial)



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

EUA: rellotge del cicle econòmic

*Indicador d'activitat de l'OCDE * (diferència amb la tendència a llarg termini)*



Notes:* *Indicador avançat d'activitat construït per l'OCDE (CLI) a partir de set variables macrofinanceres. S'observen valors superiors a 0 quan l'indicador es troba per damunt de la tendència a llarg termini.*

*** Les dades per al 2016 no inclouen el tram final de l'any, en què els EUA mostren una acceleració en les taxes d'avanç econòmic.*

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

1. L'*output gap* es defineix com la diferència entre el PIB observat i el PIB compatible amb una inflació estable i propera al 2%. Per a més informació sobre aquest concepte, vegeu el Dossier de l'IM05/2013 («PIB potencial, un concepte clau, però difús»).
2. Es tracta del Composite Leading Indicator (CLI) i és una sèrie temporal que, en el cas dels EUA, es construeix a partir de set indicadors, entre els quals destaquen els habitatges iniciats, l'índex de sentiment empresarial (ISM) o l'evolució borsària de la NYSE.

FOCUS · Acord de productors de petroli: el retorn del càrtel

L'OPEP ha tornat. Després de vuit anys sense reduir les quotes de producció, el 30 de novembre, va anunciar una retallada d'1,2 milions de barrils diaris, equivalent al 4% de la seva producció, que s'haurà situat, a partir de l'1 de gener del 2017 i sempre que es compleixi l'acord, en 32,5 milions de barrils diaris. Pocs dies després, un grup significatiu de països no pertanyents al càrtel petrolier, entre els quals destaca Rússia, es van comprometre a una reducció de 600.000 barrils al dia. Les decisions van ser rebudes pel mercat amb notables augments de les cotitzacions, malgrat que, després, una part del repunt es va desfer. Al final de desembre, el preu era el 17% superior al d'abans de l'ajust de l'oferta.

Malgrat que l'experiència fa pensar que, de mitjana, les retallades efectives que comporten els acords de l'OPEP solen ser el 20% inferiors als pactes, en aquesta ocasió, la situació pot ser diferent. D'entrada, l'Aràbia Saudita assumeix una part substancial de la retallada (de l'ordre del 40%) i ho fa motivada per factors interns (fonamentalment, per l'erosió dels ingressos fiscals sobre els quals pivota el funcionament econòmic del país). Es tracta d'un gir copernicà de l'anterior estratègia saudita de mantenir una oferta abundant per eliminar els competidors menys rendibles (*shale*, però també altres productors convencionals). El segon factor que millora la probabilitat de compliment és l'establiment d'un comitè de seguiment, format per tres membres de l'OPEP i per dos països productors no-OPEP, que controlaran la implementació de les retallades. Així mateix, s'utilitzaran fonts considerades més objectives per monitoritzar l'evolució de la producció. Es tracta d'un exercici de transparència i de control sense precedents en la història del càrtel.

Assumint, per tant, que l'acord és raonablement creïble, el segon element que ha d'ajudar a valorar-lo és analitzar què representa en termes d'oferta global futura. Tot i que pugui semblar paradoxal, la reducció de l'oferta no impedirà que l'oferta mundial es mantingui, el 2017, a prop dels màxims històrics. Si es prenen com a base les previsions de l'Agència Nord-americana de l'Energia, la producció mundial de petroli el 2017 serà, com a màxim, uns 700.000 barrils diaris menor després de l'acord (sobre una producció global de 97,42 milions de barrils), ja que la congelació acordada serà compensada, en part, per l'avanç de països fora de l'acord, entre els quals els EUA, on la producció augmentarà un notable 6% el 2017.

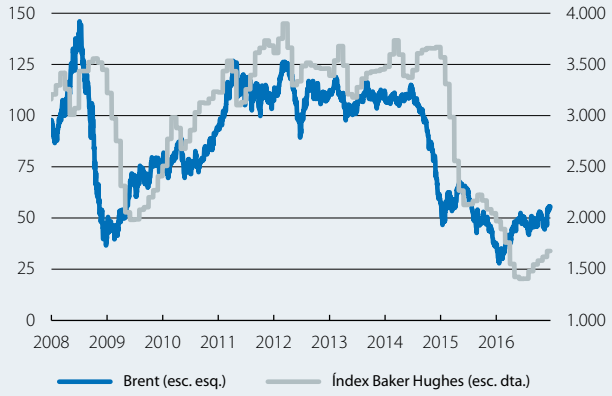
Aquesta millora de la producció nord-americana apunta directament al *shale*, una tecnologia productiva en ple ascens i que afegeix incertesa a l'escenari de l'oferta esperada. En aquest sentit, l'Agència no és gaire precisa, però esmenta com un factor clau un aspecte que és compartit per la majoria d'analistes: si el petroli se situa per damunt dels 50 dòlars per barril, es reactivarà l'oferta d'aquests productors.

En aquest context, tot i que es considera que molts pous de *shale* no són rendibles amb preus per sota dels 65-70 dòlars, les anàlisis més recents constaten que molts dels nous pous ja ho són a la zona dels 60 dòlars o, fins i tot, per sota, ja que el *shale* és objecte d'un procés ferm d'innovació, al qual s'afegeix un abaratiment d'inputs bàsics, com el ciment i l'acer. Aquestes estimacions són coherents amb el fet que la producció dels pous existents ha repuntat de forma sòlida en els últims sis mesos (vegeu el gràfic). A més a més, cal esmentar que la xifra de pous ja perforats però no plenament operatius es manté en valors elevats, la qual cosa suggereix una notable capacitat de resposta dels productors de *shale* davant les lleugeres millores en el nivell de preus del petroli.

En definitiva, l'ajust d'oferta de l'OPEP i dels altres productors, sense ser desmesurat, no és menor. Sense aquest primer pas, el 2017, l'escalada de l'oferta probablement hauria pressionat encara més el preu del petroli a la baixa. Però potser tingui l'efecte, indesitjable per a l'OPEP, d'estimular la plena resurrecció del *shale*. Així i tot, dóna suport als escenaris de millora gradual del preu del petroli el 2017, com els de CaixaBank Research, que apunten a un avanç de l'import del carburant cap a la zona dels 60 dòlars al final del 2017.

***Preu del petroli i indicador del nivell de producció global de* shale**

(Dòlars per barril) *(Nombre de pous)*



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

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16
Activitat									
PIB real	2,4	2,6	1,9	1,6	1,3	1,7	–	...	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,3	3,6	4,0	4,4	3,6	4,3	3,8	...
Confiança del consumidor *(valor)*	86,9	98,0	96,0	96,0	94,8	100,7	100,8	109,4	113,7
Producció industrial	2,9	0,3	–1,6	–1,6	–1,1	–1,0	–0,8	–0,6	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	55,6	51,3	48,6	49,8	51,8	51,2	51,9	53,2	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.001	1.108	1.135	1.151	1.159	1.145	1.340	1.090	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	171	179	183	187	188	189	190	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	6,2	5,3	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9	4,6	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,0	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	59,7	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–3,5	...	...
Preus									
Preus de consum	1,6	0,1	0,5	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	...
Preus de consum subjacent	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	...

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16
Activitat								
PIB real	0,2	1,2	1,2	0,3	0,9	1,0	–	...
Confiança del consumidor *(valor)*	39,3	41,3	42,2	41,4	41,2	42,1	42,3	40,9
Producció industrial	2,1	–1,2	–1,1	–3,2	–1,7	0,5	0,2	2,9
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,5	12,8	12,0	6,0	6,0	6,0	–	10,0
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,6	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,0	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,5	–0,5	–0,5	–0,2	0,1	0,5	0,8	0,9
Preus								
Preus de consum	2,8	0,8	0,2	0,0	–0,3	–0,5	0,2	0,5
Preus de consum subjacent	1,8	1,0	0,7	0,6	0,6	0,2	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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16
Activitat								
PIB real	7,3	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	–	...
Vendes al detall	12,0	10,7	11,1	10,3	10,2	10,5	10,0	10,8
Producció industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	6,1	6,1	6,1	6,2
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,7	49,9	49,7	49,5	50,1	50,2	51,2	51,7
Sector exterior								
Balança comercial [1] *(valor)*	383	608	608	601	602	585	573	563
Exportacions	6,0	–2,3	–5,2	–11,5	–5,0	–6,2	–7,3	0,1
Importacions	0,4	–14,2	–11,8	–13,7	–6,8	–4,6	–1,4	6,7
Preus								
Preus de consum	2,0	1,4	1,5	2,1	2,1	1,7	2,1	2,3
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,7	6,7	6,8

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.*

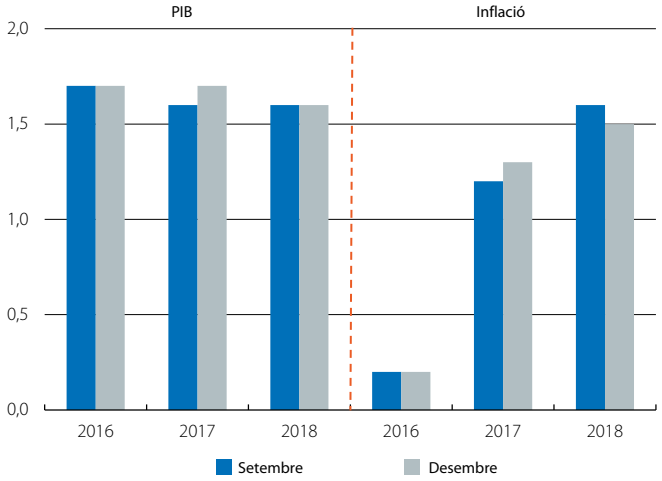
CONJUNTURA · La recuperació de la zona de l'euro continua comptant amb un entorn de tipus molt baixos

El creixement de l'activitat es consolida el 2017, però persisteixen els riscos. L'economia de la zona de l'euro es va expandir a ritme moderat però constant el 2016, malgrat els múltiples esdeveniments econòmics i polítics de l'any, i s'espera que, el 2017, mantingui un to molt similar. En concret, l'escenari de CaixaBank Research preveu que la regió hagi finalitzat el 2016 amb un creixement de l'1,7% i que avanci un moderat 1,5% el 2017. Així ho considera també el BCE, que, en l'actualització trimestral del quadre macroeconòmic, va augmentar lleugerament la previsió de creixement per al 2017 fins a l'1,7% (+0,1 p. p.) i va mantenir una lleugera desacceleració a mitjà termini (l'1,6% el 2018). Pel que fa a la inflació, el BCE va revisar lleugerament a l'alça la previsió per al 2017, fins a l'1,3% (+0,1 p. p.), a causa de la revisió a l'alça en la previsió del preu del petroli per a aquest any. No obstant això, la institució monetària espera una recuperació molt gradual de les pressions inflacionistes a mitjà termini, amb uns registres que considera que no s'aproparan prou al seu objectiu el 2018 i el 2019. Així mateix, el BCE alerta dels elevats riscos que envolten l'escenari de previsions, tant dels procedents de l'exterior com dels relacionats amb la situació política de la zona de l'euro, com l'inici de la negociació de la sortida del Regne Unit de la UE i les importants cites electorals previstes a Alemanya, a França i, potser també, a Itàlia. Tot plegat fa convenient continuar amb un entorn monetari molt acomodatici.

El BCE prorroga el programa de compra de bons fins al desembre del 2017 i assegura que la política monetària continuarà sent molt acomodatícia a mitjà termini. Malgrat que el volum de compres d'actius baixarà a 60.000 milions d'euros mensuals a partir de l'abril (80.000 milions actualment), el BCE va emfatitzar que continua considerant necessari mantenir unes condicions financeres molt laxes per donar suport a la recuperació de l'activitat econòmica a la zona de l'euro, peça clau perquè la inflació s'acosti a l'objectiu del BCE. Una mostra de la gran transcendència de les mesures que pren el BCE és que la dimensió del seu balanç està previst que se situï en els 4,5 bilions d'euros al final del 2017, el doble que a començament del QE al març del 2015. Així mateix, Mario Draghi va assenyalar que la inflació no assolirà l'objectiu del BCE en els tres propers anys, la qual cosa fa pensar que el BCE continuarà mantenint una política monetària molt laxa més enllà del desembre del 2017. A més a més, va assenyalar que hi continua havent importants riscos a la baixa i que, si és necessari, tornarà a augmentar el volum de compres. D'acord amb aquests missatges, tant l'escenari de previsions de CaixaBank Research com el del conjunt d'analistes consideren que el BCE no apujarà el tipus de referència fins a mitjan 2019.

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

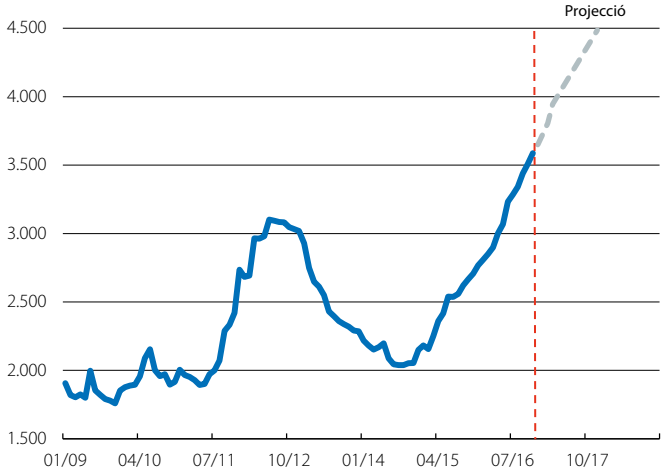
Variació anual (%)



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

*Zona de l'euro: balanç del BCE **

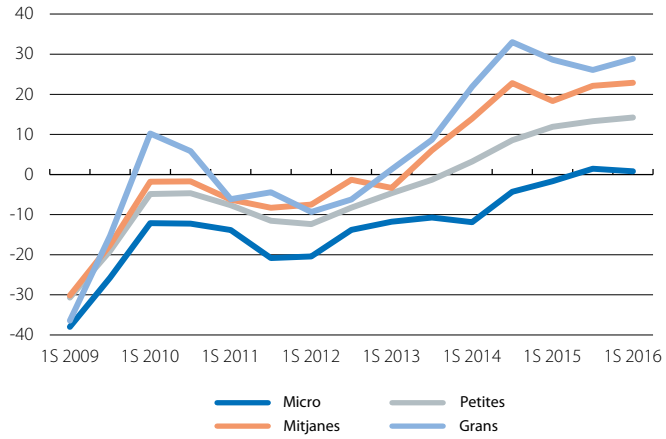
(Milers de milions d'euros)



Nota: ** Total d'actius al balanç del BCE.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.*

Zona de l'euro: accés de les empreses al finançament extern en funció de la seva dimensió

(% d'empreses que reporten millores en relació amb el període anterior)



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

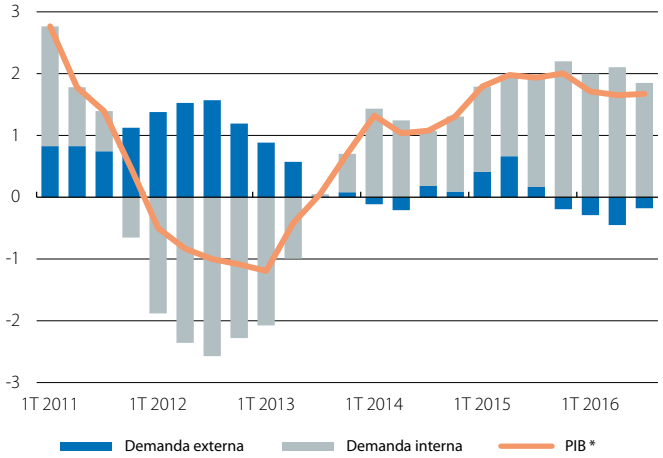
En aquest context de tipus baixos, la demanda de crèdit es va recuperant de forma gradual. La política monetària del BCE ha aconseguit que els tipus d'interès arribin a mínims històrics, amb l'objectiu d'impulsar el crèdit i l'activitat econòmica. Segons l'enquesta que elabora el BCE, les condicions d'accés al finançament per part de les pimes han millorat de forma notable en els últims trimestres. Així, les empreses apunten que va augmentar tant la disponibilitat de crèdit bancari com la voluntat dels bancs de proveir crèdit a uns tipus d'interès més baixos. En aquesta enquesta, també s'observa que, gràcies a la millora de les condicions de finançament, les empreses ja no consideren que l'accés al crèdit sigui un dels seus problemes principals. Ara poden centrar les energies a afrontar altres reptes més propis del seu negoci, com aconseguir clients o reduir els costos de producció.

La demanda interna continua sent el motor de la recuperació de la zona de l'euro. La demanda interna, sostinguda per un consum privat que va avançar el 0,3% en termes intertrimestrals i per un consum públic que va augmentar un robust 0,5%, va contribuir de manera significativa al creixement del PIB de la zona de l'euro en el 3T 2016 (+0,4 p. p.), igual que ho va fer en els trimestres anteriors. En canvi, la formació bruta de capital fix es va mantenir feble (el +0,2%). Pel que fa a la demanda externa, va restar al creixement (–0,1 p. p.), a causa de la feblesa de les exportacions i d'un augment moderat de les importacions. De cara als propers trimestres, esperem que la demanda interna continuï sent el principal impulsor del creixement.

La majoria d'indicadors d'activitat apunten a una acceleració del creixement en el 4T. L'índex de producció industrial de la zona de l'euro va créixer l'1,5% interanual a l'octubre (mitjana de tres mesos), un avanç clarament superior al del primer semestre de l'any. Per la seva banda, tant l'índex PMI compost com l'índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro van assolir màxims anuals en el 4T i es van situar en zona clarament expansiva. Per països, l'acceleració continua liderada per Alemanya, amb un PMI compost que va assolir els 55,0 punts i un sentiment econòmic que es va situar en els 108,0 punts (mitjana de l'octubre i novembre). També van destacar els bons registres de França, que apunten a un creixement econòmic una mica superior al del 4T (un avanç del PIB del 0,4% intertrimestral, per damunt del 0,2% del 3T). Al novembre, el sentiment econòmic només es va deteriorar a Itàlia, arran del clima d'incertesa política propiciat pel referèndum sobre la reforma de la Constitució i de la feble situació d'algunes entitats bancàries. Als dos fronts s'ha fet un pas endavant durant el mes de desembre: el relleu al capdavant del Govern va ser ràpid i sense tensions i el nou Govern italià va assolir un acord amb la Comissió Europea per ajudar les entitats més febles amb fons públics. De tota manera, el nou Govern liderat per P. Gentiloni és provisional, fins que es convoquin noves eleccions, probablement al final del 2017, i el procés de sanejament de la banca italiana serà lent. Tot plegat fa que el país transalpí sigui percebut, de cara al 2017, com un dels principals focus de risc.

Zona de l'euro: PIB

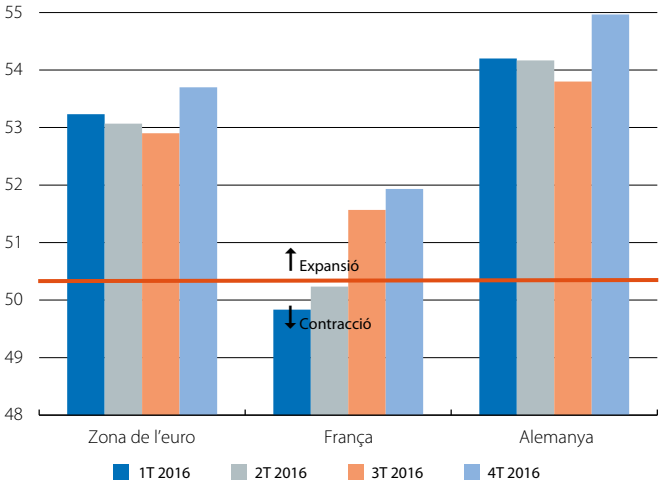
Contribució al creixement interanual del PIB (p. p.)



Nota: ** Variació interanual (%).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Zona de l'euro: indicador d'activitat PMI compost

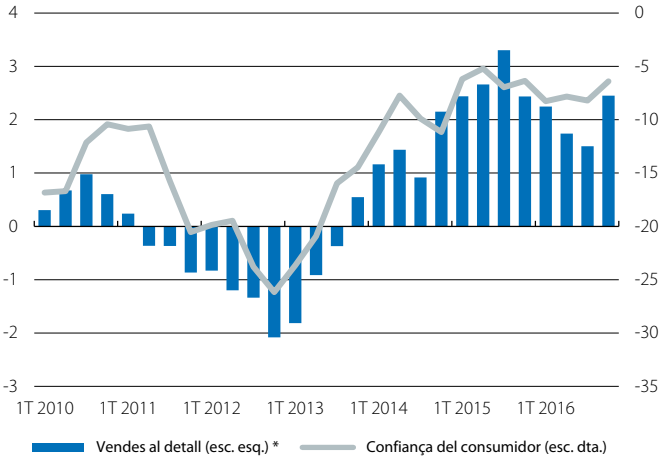
Nivell



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

Zona de l'euro: indicadors de consum

Variació interanual (%) *Nivell*



Nota: ** 4T 2016 inclou, només, la dada de l'octubre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.*

La solidesa de la demanda interna s'observa en els indicadors de consum. Les vendes al detall van augmentar el 2,5% interanual a l'octubre, per damunt del creixement experimentat en el 3T 2016 (l'1,5%). Aquest avanç continua situant el consum privat com un dels principals suports de la recuperació econòmica de la zona de l'euro. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro va augmentar de forma considerable al desembre, fins a situar-se en els –5,1 punts, el millor nivell dels 20 últims mesos. Per a l'any vinent, esperem que el consum de les llars es continuï expandint, amb el suport de la millora del mercat laboral i dels baixos tipus d'interès, i que contribueixi a l'avanç de la inflació.

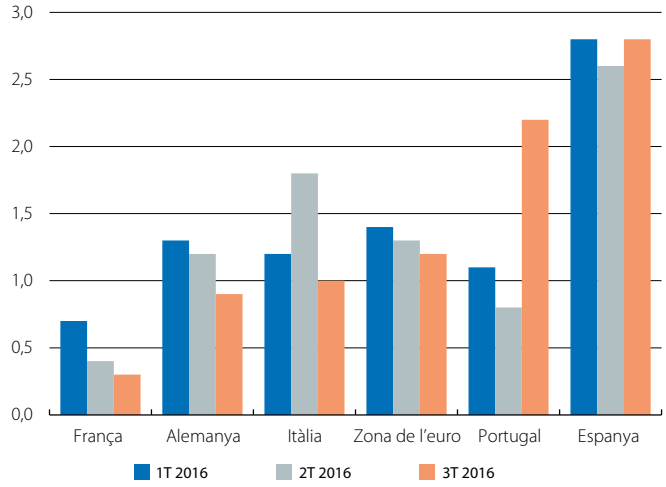
La millora del mercat laboral es consolida i contribueix a l'augment del consum de les llars. Així, al conjunt de la zona de l'euro, l'ocupació va créixer el 0,2% intertrimestral en el 3T 2016 (el 0,4% en el 2T), la qual cosa va permetre assolir el nombre d'empleats que hi havia abans de la recessió econòmica (153,4 milions d'empleats). Per països, destaca en positiu el creixement de l'ocupació observat a Portugal (l'1,3%), a Espanya (el 0,8%) i a Irlanda (el 0,6%), que contrasta amb el menor augment a Alemanya i a França (+0,1% intertrimestral) i amb la disminució a Itàlia (–0,1%). Pel que fa als costos laborals, van augmentar l'1,6% interanual en el 3T 2016, una mica per damunt de la mitjana del primer semestre. Aquest augment és degut, en gran part, al repunt dels costos salarials a Alemanya, del 2,4% interanual, 4 dècimes per damunt de l'increment del primer semestre.

La tendència a l'alça de la inflació es consolida. Al novembre, l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) va avançar el 0,6% interanual, 1 dècima per damunt de l'avanç de l'octubre. En la mateixa línia, la inflació subjacent es va situar en el 0,8%, en relació amb el 0,7% de l'octubre. Esperem que aquest augment gradual continuï en els propers mesos, gràcies a l'avanç de l'activitat i a la recuperació del mercat laboral, i que, cap al final del 2017, tant la inflació general com la subjacent assoleixin l'1,5%.

Grècia continua amb taxes de creixement positives, però encara hi ha feina per fer. L'economia grega va presentar un notable ritme d'avanç en el 3T, amb un creixement intertrimestral del 0,8%. De tota manera, l'evolució de l'activitat econòmica ha estat molt erràtica en els últims anys, i la recuperació econòmica encara es mostra molt fràgil. Un dels temes que continua qüestionant la sostenibilitat de la recuperació és l'elevat nivell de deute públic. En aquest sentit, l'Eurogrup s'ha mostrat obert a adoptar mesures d'alleujament del deute. No obstant això, l'anunci del Govern de Tsipras d'augmentar la despesa pública sense haver-ho consensuat prèviament amb l'Eurogrup ha tornat a tensar la relació entre les dues parts. El serial grec no s'ha acabat.

Ocupació

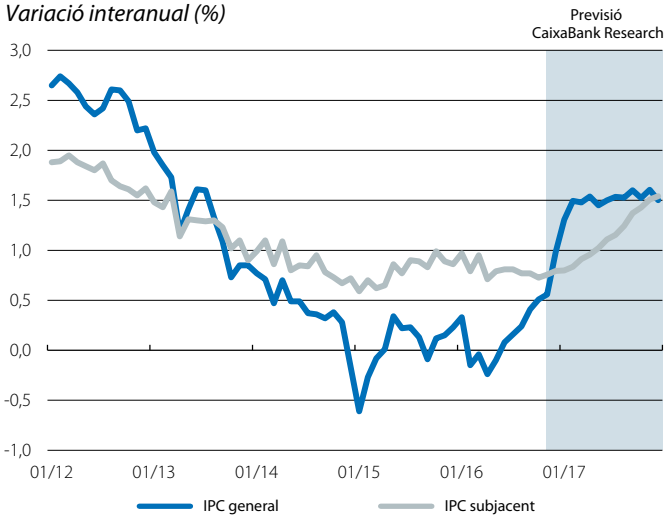
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

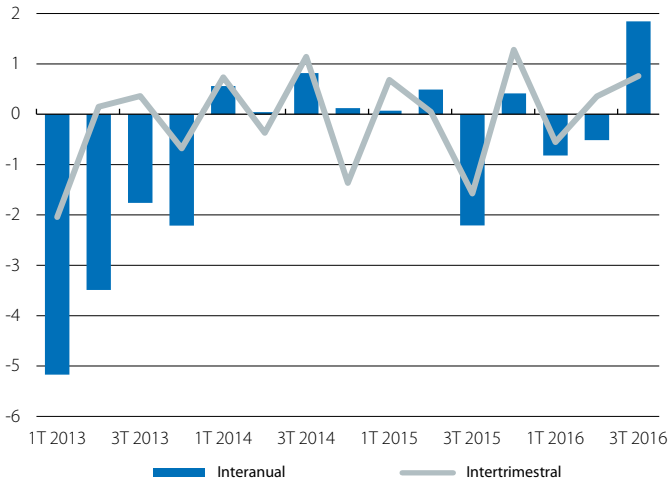
Variació interanual (%)



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

Grècia: PIB

Variació interanual i intertrimestral (%)



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

FOCUS · Comprendre el BCE: economia, política i comunicació

El passat 8 de desembre, el Banc Central Europeu (BCE) va decidir allargar el programa de compres d'actius (l'anomenat QE) fins al desembre del 2017. Tot seguit, analitzem com encaixa aquesta decisió amb l'escenari econòmic per a l'any 2017.

El BCE basa les decisions de política monetària en una anàlisi macroeconòmica i financera. En el pla econòmic, des de l'anunci del QE al gener del 2015, l'activitat de la zona de l'euro ha consolidat la recuperació amb avanços entre l'1,6% i el 2% interanual, amb el suport d'una bona transmissió de la política monetària (vegeu la taula adjunta). No obstant això, les caigudes del preu del petroli del 2014 i del 2015, que també van beneficiar l'activitat, van provocar una disminució de la inflació general i un estancament de la subjacent. A més a més, en el pla financer, l'observació de taxes d'inflació més baixes durant el 2015 i la primera meitat del 2016 va empènyer els mercats a revisar les expectatives d'inflació a llarg termini significativament per sota de l'objectiu del 2%.[1] Al març del 2016, el BCE, davant unes taxes d'inflació al voltant del 0%, la caiguda de les expectatives dels mercats per la inflació a llarg termini i l'episodi d'inestabilitat financera observat en la primera part del 2016, va decidir ampliar de manera important el QE.

Malgrat que, després d'aquesta extensió, el programa havia de finalitzar al març del 2017, el BCE ha reconsiderat la decisió davant un any amb unes perspectives macroeconòmiques raonablement bones, però també amb riscos importants. Les previsions del BCE reflecteixen una consolidació de la recuperació, amb un creixement sostingut de l'activitat (preveu l'1,7% per al 2017 i l'1,6% per al 2018) i un augment gradual de la inflació (l'1,3% el 2017 i l'1,5% el 2018). La recuperació del preu del petroli és el principal factor que explica l'increment de la inflació, i, d'aquesta manera, el BCE estima que el risc de deflació gairebé ha «desaparegut». No obstant això, encara pronostica un augment molt progressiu de la inflació subjacent (la variable que indica les tendències inflacionistes de fons) i considera que la previsió d'inflació a mitjà termini (l'1,7% el 2019) no s'apropa prou a l'objectiu del 2%.

A més d'aquestes perspectives macroeconòmiques, en què ni el creixement ni la inflació acaben d'enlairar-se, l'economia europea transitarà el 2017 per un entorn polític més incert. Del 2016, s'arrossega la incertesa generada per la victòria del *brexit* al Regne Unit i per l'elecció de Donald Trump als EUA. Les negociacions entre la Unió Europea i el Regne Unit començaran en la primera meitat del 2017 i la complexitat d'assolir un acord ordenat en només dos anys pot provocar repunts de la incertesa. A més a més, a nivell domèstic, el 2017 es presenta amb un calendari electoral ben carregat: tindrem eleccions a França, als Països Baixos i a Alemanya, totes amb l'ingredient de l'auge de l'euroescepticisme, i, a Itàlia, la governabilitat és menys estable després del resultat del referèndum constitucional. A tot plegat s'afegeix un entorn internacional en què els mercats seguiran amb lupa la normalització de la política monetària de la Fed i seran molt sensibles a l'orientació que prengui l'Administració Trump.

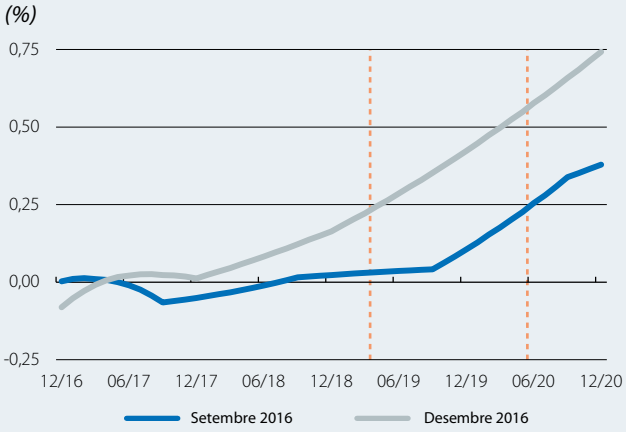
En conjunt, doncs, la política del BCE s'enfronta a una combinació de diversos ingredients. En qualsevol cas, el BCE ha llançat un missatge clar: el QE es mantindrà durant més temps. A més a més, la decisió d'allargar el QE amb un menor ritme de compres (60 miliards mensuals a partir de l'abril, en lloc dels 80 actuals) reflecteix que la retirada de l'estímul serà molt gradual. Així ho han llegit els mercats, que no esperen una pujada de tipus fins al segon semestre del 2019 (vegeu el gràfic adjunt).

Condicions econòmic-financeres i QE

	Desembre 2014	Novembre 2016	Variació acumulada
Previsió Δ PIB any vinent *	1,1%	1,3%	0,2
Previsió Δ IPCH any vinent *	0,6%	1,3%	0,7
Tipus de canvi $/€	1,2331	1,0799	–12,42%
Tipus d'interès deute alemany a 10 anys	0,64%	0,16%	–49 p. b.
Tipus d'interès deute espanyol a 10 anys	1,77%	1,42%	–34 p. b.
Euríbor 12 mesos	0,33%	–0,07%	–40 p. b.
Cost del crèdit a les empreses	2,44%	1,83% **	–61 p. b.
Eurostoxx 50	3.159,77	3.026,40	–4,22%

Notes: ** Previsions del consens d'analistes. ** Dada de l'octubre del 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg, Thomson Reuters Datastream i Consensus Economics.*

Expectatives de mercat per a l'euríbor 12 mesos



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

1. Per exemple, al juliol del 2016, les expectatives d'inflació a llarg termini basades en instruments financers es van situar per sota de l'1,3%.

FOCUS · L'ajust fiscal de la perifèria: la història interminable

Malgrat els esforços dels últims anys, l'ajust fiscal dels països de la perifèria encara no ha acabat, però algunes xifres fan pensar que ja està molt avançat. Ara que els vents bufen a favor i que aquests països ja no estan al punt de mira dels mercats, avaluem si les polítiques que han anunciat que duran a terme el 2017 són les adequades o si, en canvi, la política fiscal s'ha relaxat sense la pressió del mercat.

Diverses xifres destaquen quan s'analitza l'evolució prevista del dèficit públic del conjunt de països de la perifèria: sembla que tant la velocitat del ritme d'ajust com el nivell que assolirà mereixen una valoració positiva. Així, el 2017, els diferents governs dels països perifèrics esperen reduir el dèficit públic com a percentatge del PIB en 0,8 p. p. de mitjana, un ritme similar al dels últims anys. I, si es compleixen aquestes previsions, l'any vinent, al conjunt de països de la perifèria, es consolidarà el superàvit primari, en concret en el +0,9% del PIB (el +0,4% el 2016). A més a més, el deute públic es reduirà lleugerament, del 119,9% del PIB el 2016 al 119,3% el 2017.

No obstant això, per fer una valoració una mica més completa de l'ajust previst, cal relacionar-lo amb el context econòmic que s'espera i avaluar-ne la composició i la credibilitat.

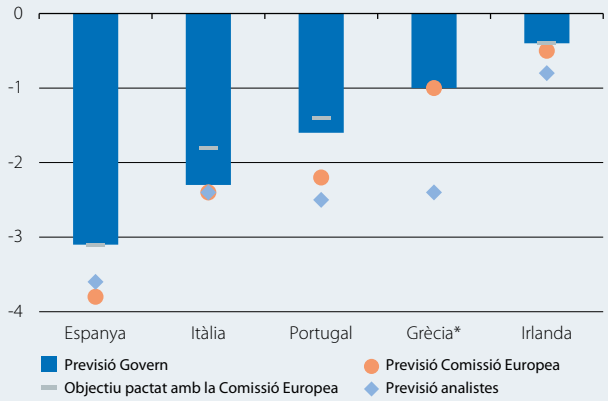
Quan es té en compte l'entorn en què està previst que es dugui a terme l'ajust, es posa de manifest que es produirà, en gran part, gràcies al creixement econòmic.[1] Així, tant a Irlanda com a Portugal i a Espanya, els respectius Governs esperen que la política fiscal sigui gairebé neutra. A Itàlia, en canvi, el Govern té previst dur a terme una política fiscal expansiva i reduir el superàvit estructural primari en 0,8 p. p.

La valoració positiva inicial es matisa encara més quan s'analitza la composició de l'ajust anunciat. Pel costat de la despesa, es continua plantejant un augment de l'eficiència de l'Administració pública, amb més o menys intensitat en funció del país i amb diferents mesures. No obstant això, aquest ha estat un plantejament recurrent en els últims anys, i l'èxit ha estat limitat. Pel costat dels ingressos, en general, una part de l'augment de la recaptació es confia a la reducció de l'economia submergida (una estratègia recurrent en els últims anys i que, amb alguna excepció, també ha tingut un èxit limitat).

La falta de credibilitat de diverses de les mesures plantejades es reflecteix en la desconfiança que, segons diferents analistes, generen les previsions de reducció del dèficit de les autoritats de cada país. D'entrada, destaca que, a diversos països, els pressupostos presentats preveuen un objectiu de dèficit superior a l'objectiu acordat amb Brussel·les. Però la desviació prevista pels analistes encara és, de mitjana, superior i anticipa que l'any vinent la política fiscal pot ser lleugerament laxa als països de la perifèria.

Saldo fiscal

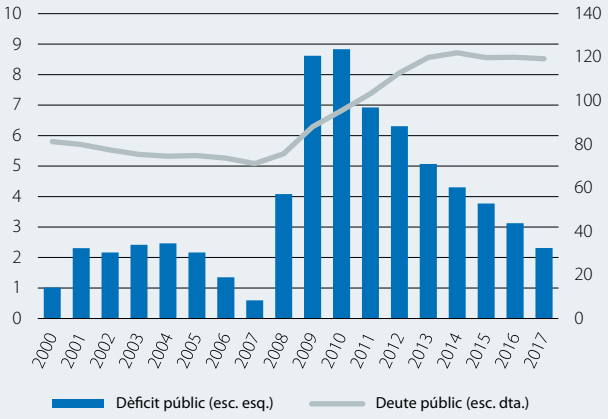
(% del PIB)



Nota: ** No es disposa de l'objectiu de Grècia, ja que es pacta el saldo primari.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea i de Bloomberg.*

Dèficit públic i deute públic a la perifèria

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



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

1. La reducció dels costos financers prevista és també notable i és deguda, sobretot, a la política monetària acomodatícia del BCE.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

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

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	3T 2016	10/16	11/16
Saldo corrent: zona de l'euro	**2,5**	**3,3**	**3,3**	**3,3**	**3,5**	**3,4**	**3,4**	**...**
Alemanya	7,3	8,3	8,3	8,5	8,9	8,7	8,6	...
França	–1,1	–0,2	–0,2	–0,8	–0,9	–1,4	–1,6	...
Itàlia	1,9	1,6	1,6	1,9	2,3	2,6	2,7	...
Espanya	1,1	1,4	1,4	1,4	1,7	1,9	1,9	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**101,8**	**92,3**	**92,4**	**94,1**	**94,8**	**95,1**	**95,4**	**94,9**

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	3T 2016	10/16	11/16
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres [1]	–2,6	–0,4	0,4	1,2	1,7	2,0	2,1	2,2
Crèdit a les llars [1, 2]	–0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9
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	1,8	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	6,0	11,1	11,6	11,2	10,1	9,5	8,7	9,6
Altres dipòsits a curt termini	–2,0	–3,8	–3,8	–2,4	–1,8	–1,2	–1,7	–2,0
Instruments negociables	–7,2	2,6	0,8	–1,0	2,3	5,6	1,8	2,4
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 · Bones perspectives per a l'any nou

Les perspectives per a l'economia espanyola el 2017 són molt favorables. Després de tancar el bienni 2015-2016 amb un creixement del PIB que ha superat el 3% en els dos anys, el conjunt d'analistes i les principals institucions internacionals preveuen una lleugera desaceleració del ritme d'avanç de l'economia espanyola el 2017. Segons la previsió de CaixaBank Research, del 2,6%, el creixement es mantindrà en cotes elevades, amb el suport de les reformes estructurals que s'han produït en els últims anys i que han afavorit un augment notable de la competitivitat, per exemple. A això cal afegir la positiva dinàmica laboral, el relaxament monetari i el nou cicle alcista de l'immobiliari. No obstant això, els riscos que envolten l'escenari macroeconòmic continuen sent elevats, malgrat que, a diferència dels últims anys, ara els més importants procedeixen de l'exterior. La política econòmica que, finalment, implementi l'Administració Trump als EUA, el carregat calendari electoral europeu i la fragilitat financera de diversos països emergents, en especial de la Xina, són alguns dels més importants.

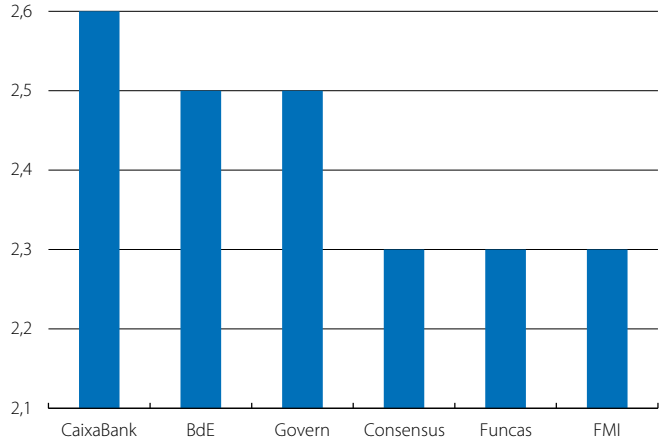
El ritme de creixement es va mantenir elevat en el 4T. Les dades més recents mostren el bon to expansiu de l'activitat econòmica, que, ara com ara, no sembla que s'hagi de desaccelerar. En aquest sentit, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research prediu un creixement del 0,68% intertrimestral en el 4T, un ritme d'avanç similar al del 3T (el 0,71% intertrimestral). En general, els diferents indicadors publicats en l'últim mes apunten a un manteniment del ritme d'expansió. En particular, destaca positivament la solidesa mostrada pels indicadors de consum privat, la qual cosa fa preveure que aquest component continuarà sent el principal impulsor de la demanda interna.

Pel costat de l'oferta, els indicadors d'activitat mostren que l'economia continua en una còmoda zona expansiva. Segons l'índex de sentiment empresarial (PMI) del novembre, l'avanç de l'activitat va ser robust en l'últim tram de l'any. L'indicador del sector serveis es manté en nivells molt elevats (55,1 punts), mentre que el seu homòleg del sector manufacturer va augmentar fins als 54,5 punts, el nivell més alt des del gener. Altres dades corroboren la millora del sector industrial després de l'ensopegada de l'estiu. En concret, la xifra de negocis del sector va augmentar el 2,0% interanual a l'octubre. El fort repunt de l'entrada de comandes industrials (el 5,5% interanual a l'octubre), sobretot de les procedents de la zona de l'euro, fa preveure la continuïtat de la bona marxa d'aquest sector.

Les bones dades d'activitat es reflecteixen en l'evolució positiva del mercat laboral, malgrat que la dada d'afiliats a la Seguretat Social del novembre va ser una mica pitjor del que s'havia previst. En concret, va recular en 32.832 persones, mentre que, en els dos últims anys, l'afiliació s'havia incrementat lleugerament al novembre. No obstant això, aquest descens s'explica, en gran part, per la prolongació de la temporada turística fins a

Previsions de creixement del PIB el 2017

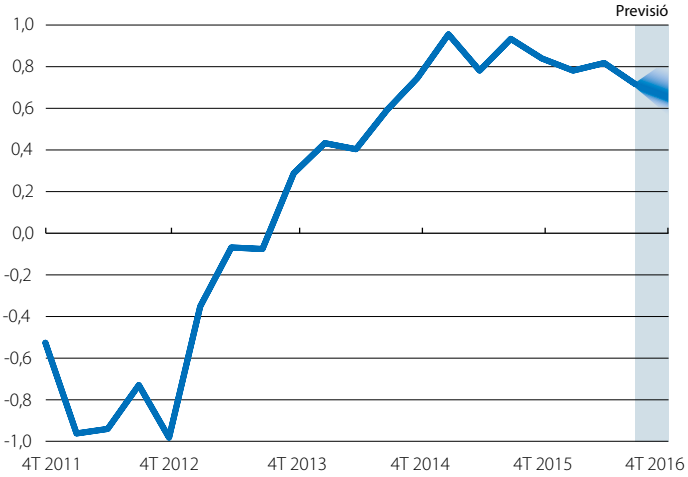
Variació anual (%)



Nota: *Previsions a desembre del 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya, del Ministeri d'Economia, de Consensus Economics, de Funcas i de l'FMI.*

PIB

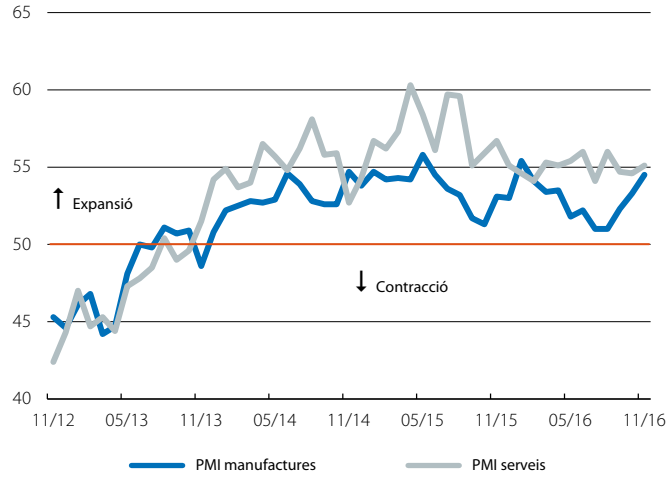
Variació intertrimestral (%)



Nota: *Interval de confiança al 90%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Indicadors d'activitat

Nivell



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

l'octubre i per la intensificació de la destrucció de llocs de treball a l'hoteleria al novembre. Si analitzem els dos mesos conjuntament, el balanç és molt positiu. Una evolució favorable que esperem que es mantingui al desembre, ja que s'anticipa una bona temporada nadalenca. De cara al 2017, preveiem que el ritme de creació d'ocupació es desaccelerarà lleugerament, fins al 2,3%, en línia amb el menor creixement esperat del PIB, la qual cosa implica uns 370.000 ocupats més.

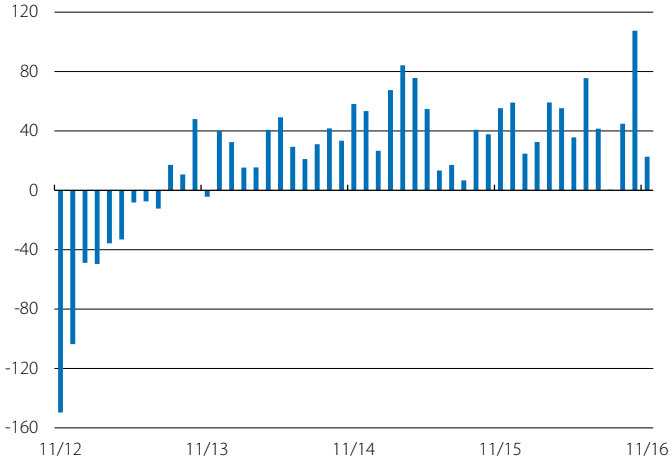
La contenció salarial ajuda a recuperar la competitivitat. Els costos salarials van augmentar el 0,2% intertrimestral en el 3T 2016, segons l'índex de costos laborals harmonitzat, i van igualar el registre del 2T. Ara com ara, l'increment dels salaris pactats en conveni, de l'1,1% interanual a l'octubre, mostra que la contenció salarial es manté en el 4T. No obstant això, de cara al 2017, l'increment dels costos laborals podria ser superior. D'una banda, el Govern ha aprovat un augment del salari mínim interprofessional (SMI) del 8% (vegeu el Focus «El salari mínim a Espanya», en aquest *Informe Mensual*). De l'altra, els increments salarials es podrien intensificar arran del repunt de la inflació. Segons l'avanç de l'IPC del desembre, la inflació es va situar en l'1,5% (8 dècimes per damunt de la taxa del mes anterior), arran de l'increment dels preus de l'energia. De fet, l'increment del preu del petroli farà repuntar la inflació per damunt del 2% en el 1T 2017. D'aquesta manera, el diferencial d'inflació amb la zona de l'euro tornarà a ser positiu després de més de tres anys en negatiu, a causa, en gran part, de l'augment del preu del petroli, que té una major incidència en l'economia espanyola, però és un primer toc d'alerta que ha de servir per continuar treballant per consolidar la competitivitat guanyada en els últims anys (vegeu el Focus «El diferencial d'inflació d'Espanya amb la zona de l'euro: evolució històrica i perspectives», en aquest *Informe Mensual*). La inflació subjacent, aliena a les fluctuacions de l'energia, prosseguirà la tendència de pujades molt graduals, gràcies a la major fermesa del consum de les llars, que continua rebent el suport de la millora continuada del mercat laboral i de les condicions d'accés al crèdit.

El desequilibri extern es continua corregint. La millora de la competitivitat, assolida, en part, gràcies a la contenció dels costos de producció, ha estat clau per impulsar les exportacions. Així, des de l'inici del 2016 fins a l'octubre, les exportacions de béns no energètiques es van incrementar el 2,5% interanual. Destaca el bon comportament de les exportacions de serveis (el 6,1% interanual del gener al setembre), reflex de l'excel·lent temporada turística: 67,5 milions d'arribades en l'acumulat del gener a l'octubre, equivalent a un increment del 10,2% interanual. Pel que fa a les importacions, avancen a un ritme molt moderat (el 0,6% interanual del gener al setembre), a causa de la intensa caiguda de les importacions energètiques (el –28,7% interanual del gener al setembre). De cara al 2017, la pujada del preu del petroli comportarà un cert deteriorament del superàvit per compte corrent, fins a l'1,8% del PIB (el 2,2% previst el 2016).

El sector públic continua el procés de consolidació fiscal, però l'ajust encara no s'ha completat. El Govern va presentar una actualització del Pla Pressupostari per al 2017 en què ha

*Afiliats a la Seguretat Social **

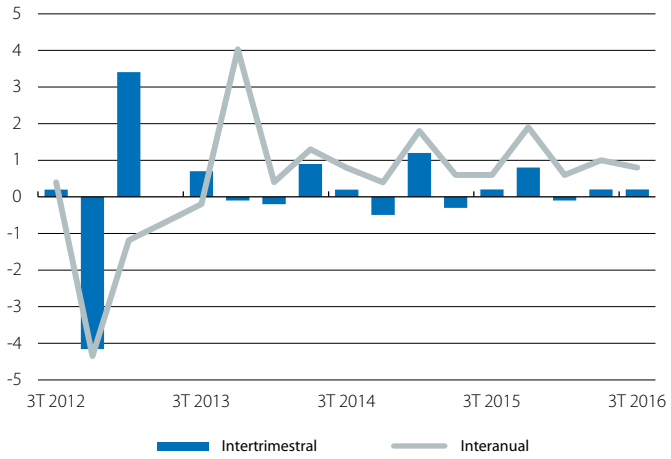
Variació intermensual (milers)



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

*Cost salarial per hora **

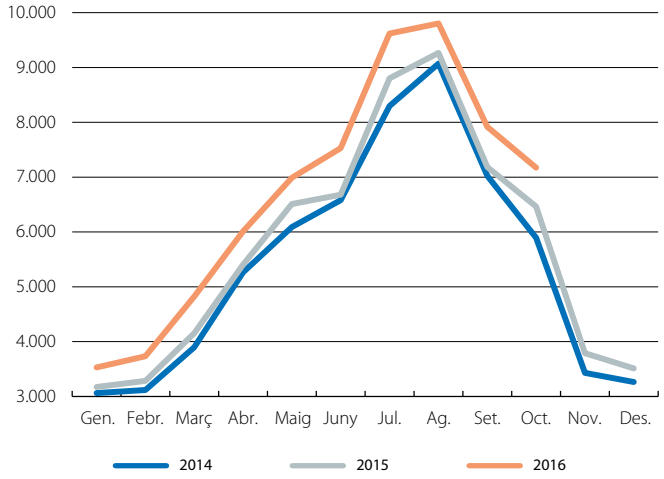
Variació intertrimestral i interanual (%)



Nota: ** Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ICLH).*

Entrada de turistes estrangers

(Milers)



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

inclòs mesures pressupostàries que haurien d'ajudar a reduir el dèficit públic cap a l'objectiu del 3,1% del PIB. Així mateix, també es van aprovar els objectius de dèficit públic per administracions. La major part de l'ajust recau en l'Administració central, ja que la resta d'administracions ja van realitzar una gran part de l'ajust en els anys anteriors. El dèficit de la Seguretat Social es manté elevat, la qual cosa n'evidencia el caràcter estructural, i les comunitats autònomes assoliran l'equilibri pressupostari el 2019. En aquesta línia, l'informe que l'FMI realitza anualment sobre l'economia espanyola incideix en la necessitat de reduir el dèficit públic amb alces d'impostos indirectes i amb el control de la despesa, en especial en educació i en sanitat.

El sector immobiliari manté el dinamisme. El preu de l'habitatge basat en les compravendes va créixer el 4,0% interanual en el 3T 2016 (el 3,9% en el 2T), un augment superior a l'índex basat en els preus de taxació (l'1,6% interanual en 3T). Malgrat que la dinàmica dels preus continua sent heterogènia entre comunitats autònomes, totes presenten taxes de creixement anuals positives. En particular, destaquen les Illes Balears, Catalunya i la Comunitat de Madrid, amb creixements superiors a la mitjana estatal. El fort augment de les compravendes, que, a l'octubre, van créixer a un ritme del 13,4% interanual en l'acumulat de 12 mesos, fa preveure que la recuperació del sector continuarà guanyant vigor en els propers trimestres. No obstant això, els visats d'obra nova es mantenen en nivells baixos, la qual cosa fa preveure el manteniment de la pressió sobre els preus (vegeu el Focus «La recuperació de l'activitat immobiliària treu el cap», en aquest *Informe Mensual*).

El sector bancari també evoluciona de manera favorable. La Comissió Europea i el BCE, en l'informe de seguiment sobre el sector, destaquen en positiu el gran esforç realitzat en la millora de la qualitat dels actius, en els nivells de capital i en els canvis de model de negoci. No obstant això, recorda que encara queda pendent la reducció dels actius adjudicats i la privatització dels bancs amb participació pública, passos necessaris per enfortir l'estabilitat financera del sector. Així, el sector bancari espanyol és més robust i està cada vegada més ben posicionat per donar suport a la recuperació. En efecte, la nova concessió de crèdit bancari a les llars avança amb vigor. Tant el crèdit al consum com per a la compra d'habitatge van continuar anotant taxes de creixement elevades, del 29,4% i del 21,8%, respectivament, en l'acumulat del gener a l'octubre, en relació amb el mateix període del 2015. En canvi, el crèdit a les empreses es va continuar alentint en el cas de les pimes (el 2,8%) i es va contreure amb força en el cas de les grans empreses (el –33,5%). La taxa de morositat, per la seva banda, va augmentar lleugerament a l'octubre, fins al 9,3% (el 9,2% al setembre), però aquest lleuger augment s'explica per l'entrada en vigor de l'Annex IX del Banc d'Espanya, que ha provocat una reclassificació dels actius dubtosos.

Objectius de dèficit per Administracions

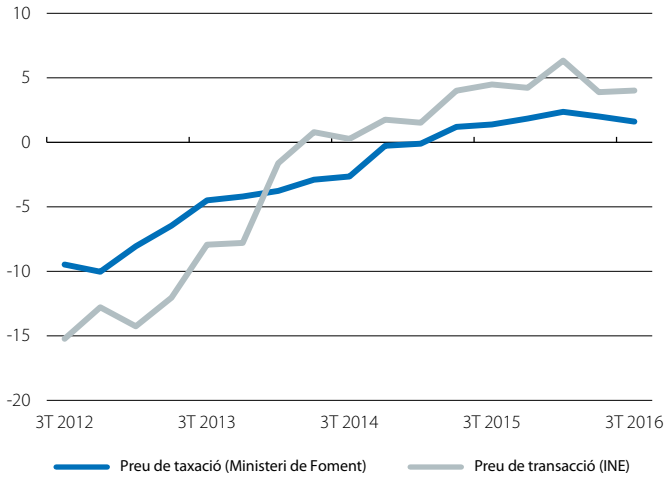
(% del PIB)

	2015	2016	2017	2018	2019
Administració central	–2,5	–2,2	–1,1	–0,7	–0,3
Comunitats autònomes	–1,7	–0,7	–0,6	–0,3	0,0
Corporacions locals	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Seguretat Social	–1,3	–1,7	–1,4	–1,2	–1,0
Total AP	**–5,1**	**–4,6**	**–3,1**	**–2,2**	**–1,3**

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.*

Preu de l'habitatge

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment i de l'INE.*

Crèdit i morositat (3T 2016)

	Saldo (milers de milions d'euros)	Variació interanual (%)	Taxa de morositat (%)
Llars (habitatge)	540	–3,1	4,7
Llars (consum)	115	4,7	8,3
Activitats productives	604	–7,7	13,5
Construcció	41	–9,3	29,1
Promotor	123	–9,3	25,6
Serveis	314	–9,2	8,5
Indústria	107	–2,9	9,3
Agricultura	19	5,6	9,2
Total *	1.259	–4,8	9,2

Nota: ** El saldo total no inclou el crèdit a les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars ni el crèdit no classificat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

FOCUS · El salari mínim a Espanya

El passat 2 de desembre, el Govern va aprovar apujar el 8% el salari mínim interprofessional (SMI) el 2017. Amb aquest augment, l'SMI se situa en 707,6 euros al mes en 14 pagues, la qual cosa representa 52,4 euros mensuals més que el 2016. Aquest increment és molt superior al que es derivaria d'una simple actualització de l'SMI segons l'IPC, l'indicador més utilitzat per mesurar l'evolució del cost de la vida, ja que la inflació prevista per al 2017 és de l'1,7%. De fet, en els tres últims anys, l'increment anual de l'SMI ha estat superior al de la inflació, malgrat que això no ha estat suficient per recuperar el poder adquisitiu que va perdre entre el 2010 i el 2013. L'increment del 2017, però, permetrà revertir aquesta situació, i se superarà l'SMI del 2009 en termes de poder adquisitiu (vegeu el primer gràfic).

Una altra comparativa il·lustrativa per valorar l'evolució de l'SMI al llarg del temps consisteix a contrastar l'evolució del salari mínim amb la del salari mig i amb la del salari mitjà.[1] Al primer gràfic, es mostra com, des del 2009, l'increment de l'SMI ha estat inferior al dels salaris. En concret, l'SMI va augmentar el 3,9% acumulat entre el 2009 i el 2015, mentre que, en aquest mateix període, els salaris mig i mitjà van créixer el 5,6% i el 10,5%, respectivament. Aquestes dades fan pensar que l'SMI havia quedat endarrerit en relació amb l'evolució salarial del conjunt de l'economia.

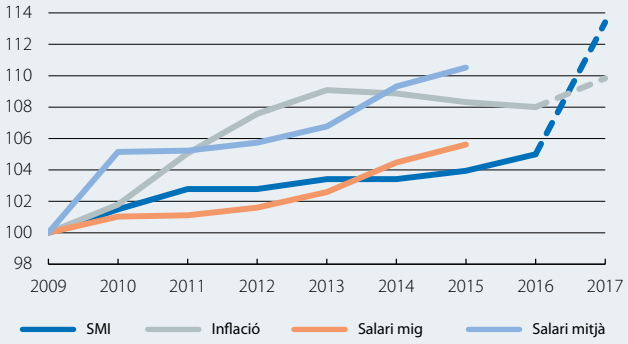
En la comparativa internacional, el salari mínim espanyol se situa a la banda baixa. Tot i que és cert que, en termes absoluts, ocupa el lloc número nou entre els 22 països de la UE que tenen salari mínim,[2] quan es té en compte el salari mínim relatiu al salari mig (indicador conegut com índex de Kaitz), la radiografia canvia de manera substancial (vegeu el segon gràfic). A la UE,[3] el salari mínim com a percentatge del salari mig brut oscil·la entre el 50% de França i el 31% d'Espanya. Només dos països de l'OCDE, Mèxic (el 29%) i els EUA (el 25%), presenten un percentatge inferior. Si, en lloc del salari mig, utilitzem el salari mitjà, més adequat per a la comparativa internacional, ja que té en compte les diferències en la dispersió dels salaris entre països, el panorama és similar: el salari mínim representa el 37% del salari mitjà a Espanya, i només els EUA presenten un percentatge inferior (el 36%).

L'increment del 8% de l'SMI el 2017 farà augmentar l'índex de Kaitz espanyol. A tall il·lustratiu, si es mantingués el salari mig constant en el valor del 2015, l'índex pujaria al 34% i al 40%, segons s'utilitzi el mig o el mitjà, respectivament. Així i tot, Espanya continuarà tenint valors inferiors en relació amb altres països de la UE, com França, Alemanya, Bèlgica o Portugal.

L'efecte directe de la pujada de l'SMI sobre els costos laborals i sobre la creació d'ocupació serà, probablement, limitat, ja que el nombre de treballadors que actualment tenen un salari inferior a l'SMI aprovat pel Govern, i als quals, per tant, s'hauria d'incrementar el salari, és relativament menor.[4] L'impacte final també dependrà de si la pujada de l'SMI s'estén a altres remuneracions, tot i que, amb una taxa d'atur que encara es manté en cotes molt elevades, aquest efecte hauria de ser molt limitat.

Espanya: evolució del salari mínim en relació amb la inflació i amb els salaris mig i mitjà

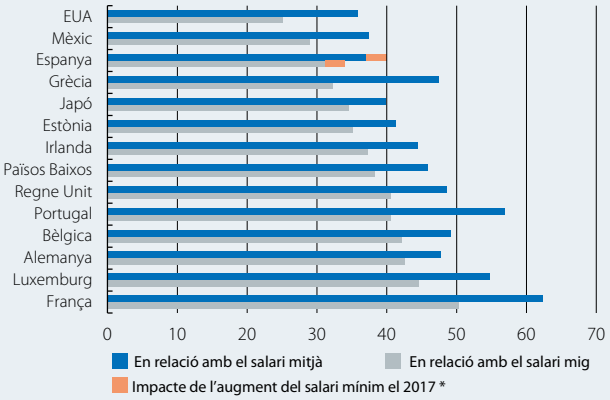
Índex (100 = 2009)



Nota: *L'evolució del salari mig i del salari mitjà s'obté a partir de la ràtio Kaitz de l'OCDE.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'OCDE.*

Salari mínim en relació amb els salaris mig i mitjà el 2015

(% del salari mig o mitjà)



Nota: ** S'assumeix que els salaris mig i mitjà es mantenen constants en el valor del 2015.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

1. El salari mitjà és el valor de la variable que s'obté en la posició central, és a dir, aquell sobre el qual el 50% dels treballadors percep un salari inferior i el 50% restant, un de superior.
2. Amb dades ajustades per poder de compra, el salari mínim espanyol ocupa el 10è lloc de 22 països de la UE, segons les dades d'Eurostat del juliol del 2016.
3. Dades del 2015.
4. Vegeu F. Felgueroso (2016), *L'augment del salari mínim: no tan trivial*, disponible a internet: www.nadaesgratis.es.

FOCUS · La recuperació de l'activitat immobiliària treu el cap

La recuperació del sector immobiliari és evident quan ens fixem en l'evolució dels preus de l'habitatge (van avançar el 4,0% interanual en el 3T 2016)[1] o en la demanda d'habitatges, que fa mesos que creix per damunt del 10%. En canvi, quan observem els indicadors d'activitat del sector immobiliari, la fotografia és, *a priori*, menys concloent.

Sembla que al sector li costa adaptar-se al nou entorn de creixement econòmic, i així ho evidencien les certificacions de finalització d'obra, que, al setembre, continuaven registrant una taxa de creixement negativa, en concret del –13% interanual en l'acumulat de 12 mesos. Aquestes dades no són encoratjadores, però cal tenir en compte que la construcció d'una edificació és un procés llarg, de manera que el nombre d'habitatges acabats a dia d'avui reflecteix les expectatives que tenia el sector al final del 2014, moment en què els preus van tocar fons.

Les xifres de visats d'obra nova ofereixen una visió molt més dinàmica. Malgrat que el nombre d'habitatges iniciats es manté en nivells molt baixos, la taxa de creixement és molt vigorosa des de fa mesos. En concret, al setembre, el ritme d'avanç va assolir el 40% interanual a Espanya (acumulat de 12 mesos). La millora de les condicions financeres i la recuperació de l'activitat econòmica afavoreixen la recuperació de l'activitat immobiliària a tot el territori, però cal destacar que aquest fort ritme d'ascens és molt dispar entre regions: al setembre del 2016, els visats d'obra nova van créixer per damunt del 60% interanual a 13 províncies i van recular a 13.[2]

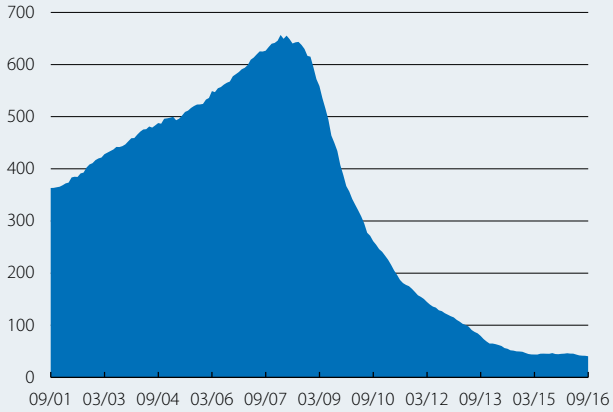
En part, aquesta elevada heterogeneïtat és deguda a factors de demanda, com el fort creixement del turisme o l'entrada d'inversors estrangers en algunes regions,[3] però els factors d'oferta també són determinants. Així, la recuperació del sector es concentra a les províncies on el nombre d'habitatges nous per vendre és més reduït. En canvi, províncies com Toledo o Ciudad Real, on aquesta xifra encara és elevada, registren uns nivells de visats d'obra nova molt inferiors a la seva mitjana històrica. De fet, no sorprèn que, en aquestes províncies, els visats d'obra nova continuïn reculant.

En definitiva, la recuperació de l'activitat immobiliària s'adapta de forma gradual al nou cicle econòmic. La recuperació ha començat a les regions i a les ciutats on la demanda creix amb més força i on hi ha menys habitatges per vendre , i s'espera que, a poc a poc, es vagi estenent a la resta del territori.

1. Segons les dades de l'INE, basades en el preu de transacció.
2. Dades acumulades de 12 mesos.
3. Per a més detalls sobre l'heterogeneïtat en la demanda d'habitatge a Espanya, vegeu el Focus «La demanda d'habitatge: un creixement desigual», de l'IM11/2016.

Certificats de finalització d'obra

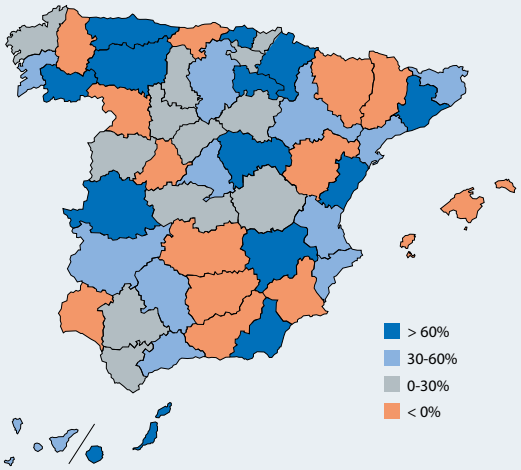
Dades acumulades de 12 mesos (en milers)



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

Visats d'obra nova

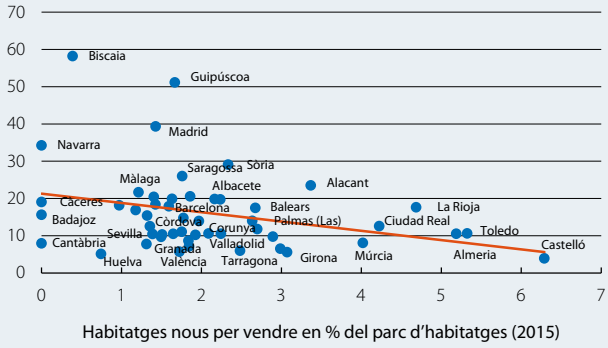
Dades acumulades de 12 mesos, variació anual (%)



Nota: *Dades del setembre del 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment.*

Habitatges nous per vendre i nombre de visats d'obra nova

*Visats d'obra nova en % de la mitjana històrica **



Nota: ** Dades acumulades de 12 mesos fins al setembre.*
Mitjana històrica calculada entre el 1992 i el 2015.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment.*

FOCUS · El diferencial d'inflació d'Espanya amb la zona de l'euro: evolució històrica i perspectives

La inflació espanyola evoluciona a l'alça. Al desembre, va pujar 8 dècimes, fins a l'1,5%, i va superar amb escreix la inflació de la zona de l'euro (l'1,1%).[1] A més a més, les previsions per al 2017 consideren que aquest diferencial augmentarà de forma substancial. Pren cos, així, el fantasma d'un retorn a la primera dècada de l'euro, quan la inflació espanyola va superar de forma persistent la de la zona de l'euro, la qual cosa va comportar una pèrdua considerable de competitivitat. Hi ha raons per preocupar-se per aquest augment del diferencial d'inflació? En principi, la resposta és no.

La diferència entre la inflació espanyola i la de la zona de l'euro ve determinada per l'evolució de tres factors fonamentals: els costos laborals unitaris relatius, la posició cíclica de cada economia i el preu del petroli, que, a causa de la major intensitat energètica en hidrocarburs, té una major influència sobre la inflació espanyola. La importància de cada factor ha canviat en els últims anys.

L'evolució del diferencial d'inflació en els 18 primers anys de vida de l'euro es pot dividir en tres etapes: la dècada inflacionista, el període d'ajust i l'etapa de recuperació. En la dècada inflacionista (1999-2008), la inflació espanyola va ser, de mitjana, 1 p. p. superior a la de la zona de l'euro. Tot i que l'encariment del petroli en aquest període va contribuir a augmentar el diferencial d'inflació, la major part s'explica per la diferència en el component subjacent, que no inclou l'energia (vegeu el primer gràfic). A Espanya, els preus van créixer a un ritme més intens per l'augment més elevat dels costos laborals unitaris, que es van incrementar el 17% en relació amb els països de la zona de l'euro, i pel sobreescalfament de l'economia en aquesta etapa expansiva.

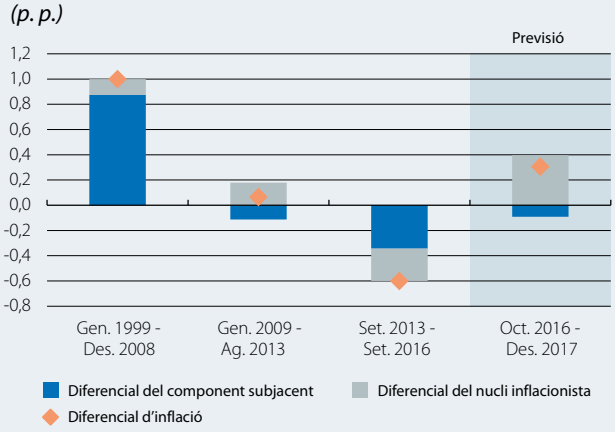
L'ajust en el diferencial d'inflació que es va produir entre el 2008 i el començament del 2013 es va caracteritzar per la correcció de preus que va provocar la Gran Recessió, que va ser més severa en el cas de l'economia espanyola, i per l'important ajust dels costos laborals en termes relatius, afavorit, en part, per la reforma laboral. No obstant això, la taxa d'inflació general va continuar sent més elevada a Espanya que a la zona de l'euro, a causa de l'augment del preu del petroli.

Al setembre del 2013, el diferencial d'inflació va passar a ser negatiu: l'ajust dels costos laborals relatius seguia en marxa i la posició cíclica de l'economia espanyola continuava sent més feble que la de la zona de l'euro. A tot plegat, però, es va afegir l'efecte de la caiguda del preu del petroli, que va cedir el 16% anual entre el 2013 i el 2016.

El 2017, el preu del petroli continuarà sent el factor que dominarà el diferencial d'inflació, però, aquest cop, per canviar-lo de signe. En contrast amb el període inflacionista, s'espera que enguany el diferencial d'inflació torni a ser positiu exclusivament pel factor petroli. Això és important, ja que l'efecte del petroli serà temporal, i, per tant, si es mantenen les dinàmiques salarials, el diferencial d'inflació tornarà a la cleda el 2018.

Descomposició del diferencial d'inflació d'Espanya amb la zona de l'euro

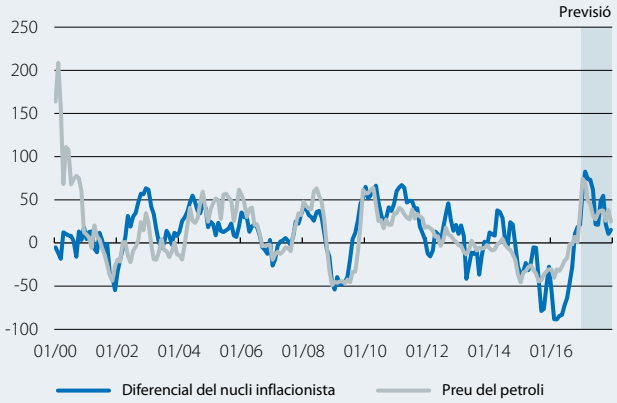
(p. p.)



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

Diferencial del nucli inflacionista d'Espanya amb la zona de l'euro i preu del petroli

Diferencial (p. b.), euros per barril (variació interanual, %)



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

1. A Espanya, la variació interanual de l'IPC harmonitzat va ser de l'1,4% al desembre. L'anàlisi i les conclusions de l'article són les mateixes amb els dos indicadors de preus.

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	3T 2016	10/16	11/16
Indústria								
Consum d'electricitat	–0,1	1,7	2,5	–0,8	0,9	–0,1	1,2	0,8
Índex de producció industrial	1,3	3,3	4,2	2,6	1,4	1,8	0,3	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–7,1	–0,3	0,3	–1,9	–2,8	–3,8	–0,1	0,9
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	53,6	52,5	54,3	52,5	51,4	53,3	54,5
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	–7,7	20,0	31,1	45,2	48,1	44,8	43,4	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	–5,6	10,9	11,9	10,6	14,1	13,3	13,4	...
Preu de l'habitatge	–2,4	1,1	1,8	2,4	2,0	1,6	–	...
Serveis								
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	7,2	5,4	4,8	5,9	7,5	9,3	10,1	10,0
PMI de serveis *(valor)*	55,2	57,3	55,9	54,7	55,5	54,9	54,6	55,1
Consum								
Vendes comerç al detall	1,0	3,0	3,4	3,8	3,8	3,8	2,4	3,4
Matriculacions d'automòbils	18,4	21,3	17,1	8,0	17,8	11,0	4,0	13,5
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–8,9	0,3	1,6	–2,5	–3,2	–6,1	–4,8	–2,2

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

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	3T 2016	10/16	11/16	12/16
General	**–0,1**	**–0,5**	**–0,3**	**–0,7**	**–0,9**	**–0,2**	**0,7**	**0,7**	**1,5**
Subjacent	0,0	0,6	0,9	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	...
Aliments sense elaboració	–1,2	1,8	2,5	2,1	2,7	3,5	0,2	0,6	...
Productes energètics	–0,8	–9,0	–10,2	–13,1	–13,6	–8,6	0,1	–0,5	...

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual)*	2,5	4,3	3,8	0,2	4,3	–1,1	0,0	–1,6
Importacions *(variació interanual)*	5,7	3,7	3,3	–0,7	–0,3	–3,7	–1,4	–1,7
Saldo corrent	**11,2**	**14,7**	**14,7**	**15,4**	**18,9**	**20,7**	**20,7**	**20,7**
Béns i serveis	25,5	26,2	26,2	26,0	29,3	31,3	31,3	31,7
Rendes primàries i secundàries	–14,3	–11,5	–11,5	–10,6	–10,3	–10,6	–10,6	–10,9
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**16,3**	**21,7**	**21,7**	**22,2**	**25,4**	**26,2**	**26,2**	**26,0**

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament [1]	**–6,0**	**–5,1**	**–5,1**	**–0,7**	**–3,0**	**–2,8**	**–2,8**	**...**
Administració central	–3,7	–2,6	–2,6	–0,8	–1,9	–2,6	–2,6	–2,0
Comunitats autònomes	–1,8	–1,7	–1,7	–0,1	–0,7	–0,2	–0,2	–0,3
Corporacions locals	0,5	0,5	0,5	0,1	0,1	0,5	0,5	...
Seguretat Social	–1,0	–1,2	–1,2	0,2	–0,6	–0,6	–0,6	–0,6
Deute públic *(% PIB)*	**100,4**	**99,8**	**99,8**	**101,1**	**101,0**	**100,3**	**100,3**	**...**

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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	Saldo 10/16 [1]
Finançament als sectors no financers [2]									
Sector privat	–5,8	–3,9	–3,0	–3,2	–2,9	–2,1	–1,8	–1,8	1.633,9
Empreses no financeres	–6,4	–4,0	–3,0	–3,4	–3,2	–2,2	–1,8	–1,6	919,4
Llars [3]	–5,0	–3,6	–3,1	–3,0	–2,5	–2,0	–2,0	–2,0	714,5
Administracions públiques [4]	5,9	4,0	3,7	3,5	4,2	4,6	3,8	3,9	1.103,4
TOTAL	**–1,8**	**–1,0**	**–0,5**	**–0,6**	**–0,2**	**0,5**	**0,3**	**0,4**	**2.737,3**
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies									
Total dipòsits	–0,9	–1,0	–0,5	–0,4	–0,3	–0,3	–0,1	0,0	1.151,0
A la vista	10,8	18,5	17,7	16,2	16,0	16,4	16,5	18,0	438,6
D'estalvi	5,8	12,9	15,2	13,4	12,1	11,5	11,1	11,8	274,1
A termini	–7,6	–15,3	–15,8	–15,4	–16,4	–17,4	–17,4	–18,8	417,4
En moneda estrangera	1,1	5,6	–2,3	–4,0	1,6	–1,9	–1,4	3,1	20,9
Resta del passiu [5]	–8,2	–13,0	–15,1	–16,7	–16,3	–11,3	–14,2	–20,0	81,6
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–1,9**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,2**	**–1,3**	**–1,6**	**1.232,6**
Taxa de morositat *(%)* [6]	**12,5**	**10,1**	**10,1**	**10,0**	**9,4**	**9,2**	**9,2**	**9,3**	–
Taxa de cobertura *(%)* [6]	**58,1**	**58,9**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**59,3**	**59,3**	**60,7**	–

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.*

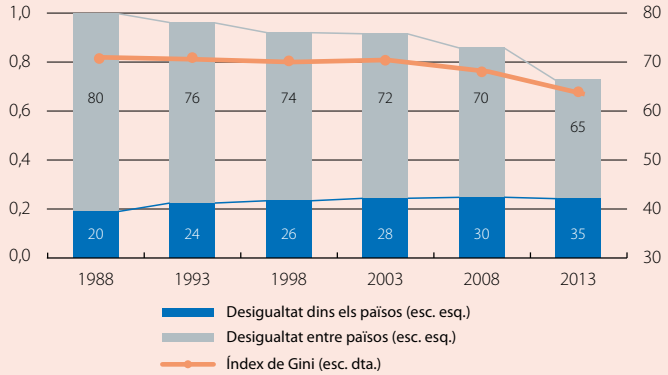
LES CONSEQÜÈNCIES DE LA DESIGUALTAT

Cada vegada més desiguals? L'evolució recent de la desigualtat

«Cap societat pot ser pròspera i feliç si la major part dels seus membres són pobres i miserables», afirmava Adam Smith.[1] La intuïció del pare de l'economia moderna era, com en tantes altres ocasions, encertada: com ho ratifiquen diferents estudis contemporanis, un nivell de desigualtat extrem no és compatible amb una societat pròspera.[2] La qüestió central és, per tant, determinar si l'evolució recent mostra si es va en una direcció preocupant o no. Aquest és l'objectiu del present article.

Desigualtat global (1988-2013)

(Desviació logarítmica mitjana) *(Índex de Gini)*



Nota: *La línia taronja (escala dreta) mostra l'índex de Gini de desigualtat global d'ingressos. L'altura de les barres indica el nivell global de desigualtat, mesurada per la desviació logarítmica mitjana dels ingressos (escala esquerra). Les barres blaves representen la desigualtat dins cada país, ponderada per la població. Les barres grises mostren el nivell de desigualtat entre països. Els nombres corresponen a la contribució relativa (en percentatge) d'aquestes dues fonts a la desigualtat global total.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del World Bank, 2016, «Taking on Inequality».*

Abans d'entrar pròpiament en l'anàlisi, cal dotar-se d'una definició i d'un mesurament de la desigualtat precisos. En aquest article, i com és habitual en la literatura econòmica, analitzarem la desigualtat d'ingressos nets, és a dir, els ingressos que queden després de pagar els impostos i de rebre les transferències socials.[3] Pel que fa al mesurament, s'utilitzarà l'índex de Gini, que calcula la dispersió d'ingressos entre tota la població. Aquest índex pren valors entre zero (perfecta igualtat d'ingressos entre individus) i 100 (desigualtat màxima, en què tots els ingressos els té un individu) i sintetitza en una sola xifra la desigualtat en tota la distribució d'ingressos. Es tracta d'un mesurament senzill, però que captura de forma adequada el grau de desigualtat de les societats: si la desigualtat és extrema, l'índex de Gini captarà aquesta tessitura.[4]

Un primer nivell d'anàlisi rellevant és el mundial. Quan s'analitza la desigualtat entre tots els habitants del món, es constata que ha disminuït en les tres últimes dècades: l'índex de Gini global va baixar, entre el 1988 i el 2013, més de set punts, un descens que es va intensificar a partir del 2008.[5] Aquest descens apreciable de la desigualtat va ser degut, principalment, al procés de convergència d'ingressos entre els diferents països, un procés que, al seu torn, deriva, en gran part, del ràpid creixement registrat per alguns països emergents molt poblats, com la Xina, l'Índia o Indonèsia. Certament, l'actual nivell de desigualtat mundial no es pot considerar baix, però és, en qualsevol cas, sensiblement inferior al de dècades enrere i, per tant, està més lluny de ser extrem que en el passat.

Avancem un pas i revisem ara la situació dels països més pròspers. Amb una certa freqüència, es comenta, als debats públics, que la desigualtat s'ha intensificat arran del fort *shock* econòmic del 2008-2009, l'anomenada Gran Recessió, que, com és conegut, va ser agreujada per una segona caiguda del PIB a la major part dels països europeus el 2012-2013. No obstant això, els càlculs de l'OCDE de l'índex de Gini de diferents països desenvolupats mostren avanços moderats entre el 2008 i el 2013. Pot ser que l'índex de Gini sigui, en aquest cas, un mesurament massa general de la desigualtat? Probablement, no, ja que altres mesuraments calculats per l'OCDE, com la ràtio de pobresa o la ràtio d'ingressos entre el 20% amb més ingressos i el 20% amb menys ingressos (vegeu la definició a la taula adjunta), també apunten en una direcció similar. Tampoc no s'aparta d'aquest patró un altre mesurament habitual als debats més mediàtics sobre la qüestió, el que s'obté de calcular el percentatge de la renda d'un país que acumula l'1% de la població amb més ingressos.[6] Si la Gran Recessió no ha estat la causa evident d'un canvi radical en les economies avançades, potser el problema és que cal ampliar l'horitzó temporal. Si es consideren les dades des del 2000, la conclusió de fons es manté: als països avançats de referència, el grau de desigualtat mesurada per l'índex de Gini, o per la resta d'indicadors

1. Vegeu Adam Smith, (1776), «La riquesa de les nacions», llibre I, capítol 8: Dels salaris del treball.
2. Vegeu, per exemple, FMI (2015), «Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective», IMF Staff Discussion Notes, núm. 15/13.
3. La desigualtat en les rendes brutes és molt superior, ja que la imposició progressiva i l'Estat del benestar redueixen la desigualtat de manera significativa, en especial als països desenvolupats.
4. Sobre altres mesuraments complementaris de la desigualtat, vegeu Atkinson, A. i Brandolini, A. (2010), «On Analyzing the World Distribution of Income», The World Bank Economic Review, vol. 24, núm. 1.
5. World Bank (2016), «Poverty and Shared Prosperity 2016: Taking on Inequality», Washington, D. C.
6. Estimats a partir de dades que utilitzen informació dels registres d'impostos sobre la renda en lloc d'utilitzar dades provinents d'enquestes de les llars, que acostumen a infravalorar la renda de l'1% de la població amb més ingressos.

Indicadors de la distribució d'ingressos de la llar i de la ràtio de pobresa per països

	Índex de Gini			Ràtio d'ingressos p80/p20 (%)			Ràtio de pobresa (%)		
	2000 *	2008	2013 **	2000 *	2008	2013 **	2000 *	2008	2013 **
EUA	35,7	37,8	38,9	6,9	7,7	8,2	23,6	24,4	24,6
Regne Unit	35,2	34,2	34,1	5,9	5,8	5,6	19,0	18,3	17,2
Espanya	33,2	32,7	34,5	6,0	5,8	6,7	21,3	20,9	22,6
França	28,7	29,3	30,9	4,2	4,3	4,7	13,8	13,5	14,5
Alemanya	26,4	28,7	29,3	3,9	4,2	4,4	12,5	14,3	15,0

Notes: ** Dades del 2000 o primera disponible. ** Dades del 2013 o última disponible. La ràtio d'ingressos p80/p20 correspon a la ràtio entre els ingressos mitjans del 20% amb més ingressos i del 20% amb menys ingressos. La ràtio de pobresa correspon al percentatge d'individus amb ingressos inferiors al 50% de l'ingrés disponible mitjà.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OECD Income* Distribution Database.

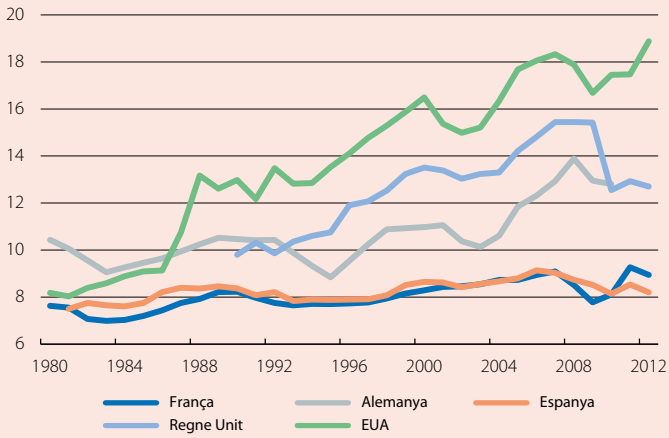
esmentats, ha augmentat de forma moderada, amb dues importants excepcions, una coneguda, la dels EUA, i una altra potser més inesperada, la d'Alemanya.

En el cas d'Espanya, i seguint sempre les dades de l'OCDE, que faciliten una anàlisi comparada internacional, l'augment de la desigualtat després de la Gran Recessió ha estat una mica més intens, tal com ho apunten l'índex de Gini, la ràtio d'ingressos entre el 20% amb més ingressos i el 20% amb menys ingressos o el percentatge de pobresa de la població.[7] Una gran part d'aquest augment de la desigualtat s'explica per la caiguda excepcional de l'ocupació: al voltant del 75% de l'increment de la desigualtat d'ingressos del treball durant la crisi econòmica va ser degut a l'augment de l'atur.[8] La recuperació actual del mercat laboral reduirà, doncs, la desigualtat, malgrat que és important que l'Estat del benestar, que ha jugat un paper important a l'hora d'esmorteir els efectes de la crisi, continuï la tasca que ha realitzat durant la recuperació.

A tall de recapitulació, les anàlisis anteriors suggereixen que l'evolució recent de la desigualtat no apunta a un empitjorament generalitzat en aquest front: a nivell mundial, la desigualtat ha tendit a reduir-se, i només en alguns països, entre els quals destaquen els EUA –un cas amb molts aspectes idiosincràtics que requeriria un estudi detallat individual–, la tendència a una major desigualtat és incontestable. Ara bé, això no implica cap complaença amb el fenomen, ja que el seu impacte en termes econòmics és potencialment significatiu en nombroses dimensions econòmiques i polítiques: com veurem en els propers articles, pot afectar directament el creixement econòmic (vegeu l'article «Com afecta la desigualtat el creixement econòmic?», en aquest Dossier) i indirectament l'auge del populisme (vegeu l'article «Desigualtat i populisme: mites i realitats», en aquest Dossier) o la distribució del crèdit (vegeu l'article «La desigualtat pot causar una crisi financera?», en aquest Dossier).

Renda de l'1% amb més ingressos

(% de la renda)



Nota: *Proporció de la renda de l'1% de la població amb més ingressos sobre el total de la renda.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de The World Wealth and Income Database.*

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

7. OCDE (2016), «Income inequality remains high in the face of weak recovery», Income inequality update (novembre del 2016).
8. OCDE (2015), «In It Together? Why Less Inequality Benefits All», OECD Publishing, París.

Com afecta la desigualtat el creixement econòmic?

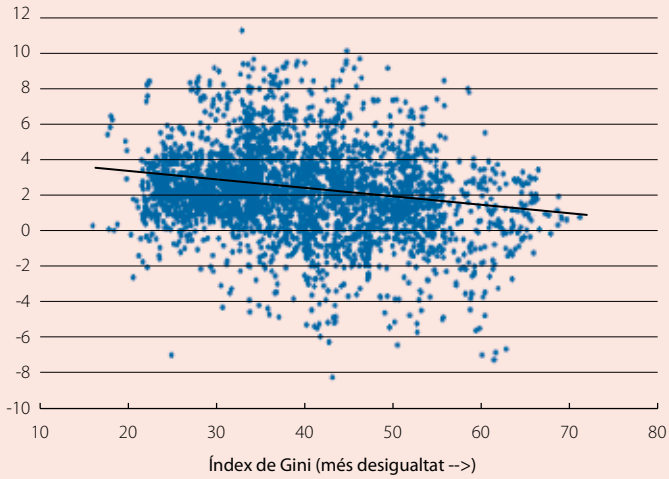
La relació entre creixement econòmic i desigualtat ha estat objecte d'estudi per part dels economistes des de fa més d'un segle. Malgrat això, el debat continua viu, i, tal com s'explica en aquest article, la resposta a la pregunta sobre com afecta la desigualtat d'ingressos de les llars el creixement econòmic d'un país continua sense ser evident, tant a nivell teòric com a nivell empíric.

A nivell global, s'observa una relació negativa entre el nivell de desigualtat [1] i el creixement econòmic (vegeu el primer gràfic). Però, com el lector sabrà, l'existència de correlació no és evidència de causalitat.

A nivell teòric, als anys cinquanta i seixanta, la visió prevalent era que una major desigualtat pot beneficiar el creixement a través, fonamentalment, de dos mecanismes. El primer recull la idea bàsica que la desigualtat pot beneficiar el creixement econòmic en la mesura que genera incentius per treballar i per invertir més. És a dir, si la gent amb un major nivell d'educació té una major productivitat, les diferències en les taxes de retorn encoratjaran més gent a assolir un major nivell d'educació. El segon mecanisme a través del qual una major desigualtat pot comportar majors taxes de creixement és mitjançant una major inversió, atès que els grups d'ingressos alts solen tenir una major propensió a estalviar i a invertir.

Creixement econòmic i desigualtat

Creixement econòmic en els següents 10 anys (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir d'Ostry* et al. *(2014), «Redistribution, Inequality and Growth», FMI.*

Més endavant, van sorgir noves veus que alertaven dels efectes negatius de la desigualtat sobre el creixement.

Un dels arguments principals suggereix que una major desigualtat pot reduir les oportunitats professionals dels grups de la societat en inferioritat de condicions i, per tant, la mobilitat social, la qual cosa limita el creixement potencial de l'economia. En particular, un major nivell de desigualtat pot comportar menors inversions en capital humà per part dels individus de rendes més baixes si, per exemple, no hi ha un sistema d'educació pública o de beques adequat. Per això, els països amb un major nivell de desigualtat solen tenir menors nivells de mobilitat social entre generacions (vegeu el segon gràfic).

Paral·lelament, una major desigualtat pot afectar negativament el creixement si, per exemple, fomenta polítiques populistes (vegeu l'article «Desigualtat i populisme: mites i realitats», en aquest Dossier). En la mateixa línia, una altra font de debat és si un augment de la desigualtat pot generar un increment excessiu del crèdit que acabi frenant el creixement (vegeu l'article «La desigualtat pot causar una crisi financera?», en aquest Dossier).

Més enllà del marc teòric, molts autors han intentat aportar evidència empírica dels efectes de la desigualtat sobre el creixement econòmic. No obstant això, els resultats no són sempre concloents. Això és degut al fet que és difícil aïllar l'impacte de la desigualtat sobre el creixement econòmic de l'impacte d'altres factors que hi poden influir de manera simultània. De fet, aquesta és la principal crítica als estudis empírics basats en regressions de creixement a nivell de país i que es comenten a continuació, de manera que els resultats s'han d'interpretar amb cautela.[2]

De manera general, es pot afirmar que no existeix un mecanisme únic i transversal que pugui explicar la relació entre desigualtat i creixement, sinó que aquesta relació pot ser canviant. De tota manera, s'observa un patró relativament generalitzat, en funció del nivell de desenvolupament d'una economia. Així, quan una economia es troba en un estadi de desenvolupament inicial, el retorn del capital físic sol ser superior al retorn que ofereix el capital humà, i, per tant, una major desigualtat pot generar una major creixement. No obstant això, quan el desenvolupament d'una economia ja està en fases més avançades, el retorn del capital físic sol disminuir i el del capital humà acostuma a augmentar, de manera que els increments de la desigualtat poden afectar negativament el creixement.[3]

Un estudi recent de l'FMI [4] suggereix que un increment en la desigualtat és perjudicial per al creixement econòmic. A tall d'exemple, la relació històrica (1980-2012) observada entre desigualtat i creixement als 159 països analitzats mostra que, si la proporció de la renda que percep el 20% de la població amb més ingressos augmenta en 1 p. p. (la desigualtat incrementa), el creixement

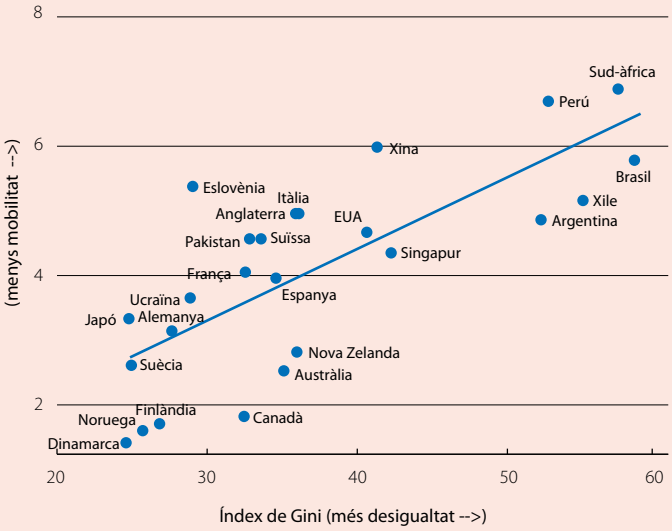
1. Mesurat, usualment, mitjançant l'índex de Gini (vegeu l'article «Cada vegada més desiguals? L'evolució recent de la desigualtat», en aquest Dossier).
2. Vegeu Durlauf, S. N., (2009), «The Rise and Fall of Cross-Country Growth Regressions», History of Political Economy.
3. Vegeu Kuznets, S. (1955), «Economic Growth and Income Inequality», American Economic Review.
4. Vegeu Dabla-Norris, I., *et al.* (2015), «Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective», FMI.

del PIB s'alenteix en 0,08 p. p. en els cinc anys següents. En canvi, si la participació en la renda del 20% més pobre de la població s'incrementa en 1 p. p. (es redueix la desigualtat), el creixement del PIB és, de mitjana, 0,38 p. p. superior en els cinc anys següents.

En la mateixa línia, un estudi de l'OCDE[5] estima que un increment del coeficient de Gini de tres punts (que coincideix amb l'augment mitjà registrat als països de l'OCDE en les dues últimes dècades) tindria un impacte negatiu sobre el creixement econòmic de 0,35 p. p. per any durant 25 anys, la qual cosa representa una pèrdua acumulada del 8,5% del PIB. L'estudi, a més a més, mostra que la desigualtat que afecta els individus de renda més baixa (els individus situats en la part baixa de la distribució d'ingressos) és la que repercuteix més negativament sobre el creixement. Així, per exemple, si s'equiparés la desigualtat de la part baixa de la distribució del Regne Unit a la de França o la dels EUA a la de països com el Japó o Austràlia, el creixement anual mitjà del PIB milloraria en gairebé 0,3 p. p. en els 25 anys següents, la qual cosa comportaria un augment acumulat del PIB superior al 7%.[6] De nou, cal recordar que aquestes estimacions són il·lustratives i no s'han d'interpretar com l'efecte causal d'un canvi de la desigualtat en el creixement de cada país.

Mobilitat social i desigualtat

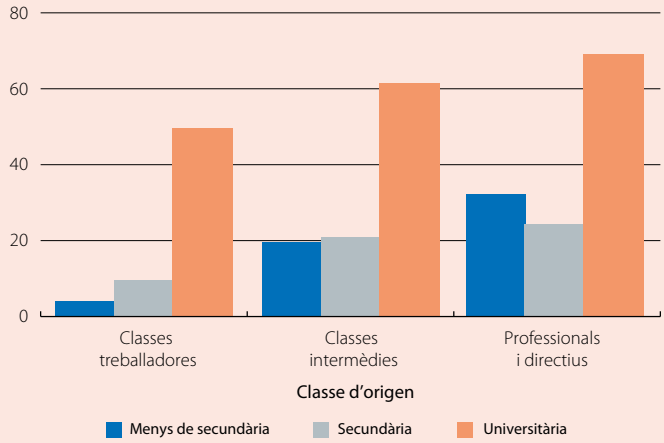
Elasticitat intergeneracional de l'ingrés (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de Corak (2013) «Inequality from Generation to Generation: The United States in Comparison», in Robert Rycroft (editor), The Economics of Inequality, Poverty, and Discrimination in the 21st Century, ABC-CLIO.*

Freqüència amb la qual s'accedeix a les classes professionals i directius segons la classe d'origen i el nivell educatiu

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de Requena (2016), «L'ascensor social. Fins a quin punt una millor educació garanteix una millor posició social?», Observatori Social de "la Caixa".*

Finalment, l'informe conclou que un dels canals clau a través dels quals la desigualtat frena l'economia és la disminució de les oportunitats d'inversió, principalment en educació, dels segments de població més pobres. De fet, la mobilitat social ha patit un deteriorament important en països com els EUA, on el percentatge de fills amb ingressos superiors als dels seus pares s'ha reduït des del 90% per a la cohort del 1940 fins al 50% per a les persones nascudes als vuitanta.[7]

Precisament, la menor mobilitat social pot ser un reflex de l'increment de la desigualtat. En efecte, diferents estudis empírics mostren que hi ha una relació negativa entre desigualtat i mobilitat social (vegeu el segon gràfic), que s'explica perquè la desigualtat, en especial si es dóna a la part baixa de la distribució, disminueix les oportunitats d'inversió en educació de la població menys afavorida, que és el principal canal de mobilitat ascendent.[8] Espanya no és cap excepció: els universitaris amb orígens socials més baixos registren taxes d'accés a ocupacions professionals i directives 14 vegades superiors a les de les persones que no van completar l'educació secundària (vegeu el tercer gràfic).[9]

A tall de conclusió, cal destacar que, tot i que la desigualtat és un fenomen fins a un cert punt inevitable a les economies modernes, l'evidència empírica més recent suggereix que disminuir-la, en especial a la part baixa de la distribució, és positiu no solament en termes de justícia social, sinó també en termes de creixement econòmic.

Anna Campos
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

5. Vegeu OCDE (2014), «Focus on Inequality and Growth».
6. Vegeu Cingano, F. (2014), «Trends in Income Inequality and its Impact on Economic Growth», OCDE.
7. Vegeu Chetty, R. *et al.* (2016), «The Fading American Dream: Trends in Absolute Income Mobility Since 1940», NBER Working Paper.
8. S'associen, per exemple, a una major taxa d'abandonament escolar. Vegeu Kearney, M. S. i Levine, P. B. (2016), «Income Inequality, Social Mobility, and the Decision to Drop Out of High School», Brookings Papers on Economic Activity.
9. Vegeu Requena, M. (2016), «L'ascensor social, fins a quin punt una millor educació garanteix una millor posició social?», Observatori social de "la Caixa".

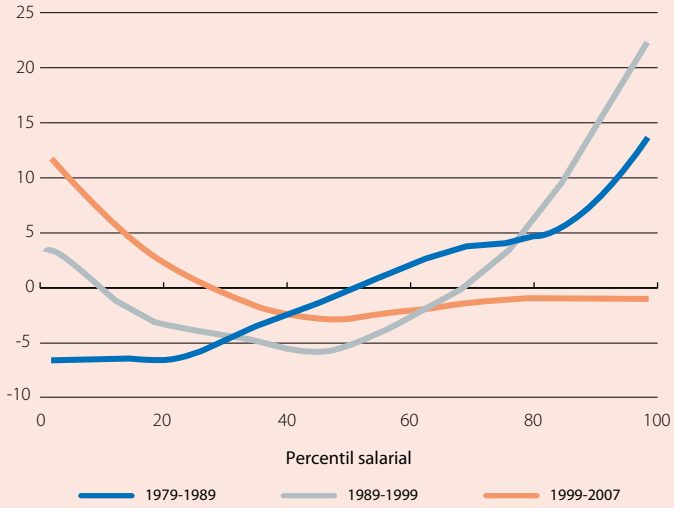
Desigualtat i populisme: mites i realitats

Últimament han corregut rius de tinta sobre la relació entre desigualtat econòmica i auge dels populismes als països avançats. En molts casos, aquesta relació s'ha donat per bona, com si es tractés d'un fet incontrovertible que la desigualtat econòmica és la principal causa que explica la irrupció dels partits populistes. No obstant això, donar per bona aquesta relació pot ser prematur. En aquest article, es revisarà la qüestió de si, realment, la desigualtat és una de les causes de l'auge del populisme i, si és el cas, quin pes té aquesta causa.

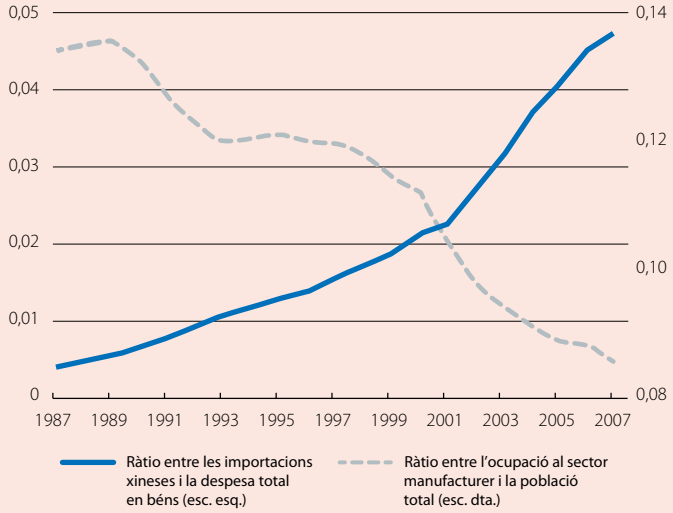
Si ens centrem en el primer aspecte, cal dir que no és fàcil trobar en la literatura econòmica articles acadèmics que documentin amb rigor una relació de causa-efecte entre desigualtat i populisme. L'excepció són els articles que han escrit, el 2016, els prestigiosos economistes David Autor, David Dorn, Gordon Hanson i Kaveh Majlesi centrant-se en els EUA.[1] Malgrat tot, això contrasta amb l'absència d'estudis similars que mostrin aquesta relació en el cas d'Europa. Els autors esmentats mostren de manera convincent que és, precisament, als districtes nord-americans més exposats a la competència comercial amb la Xina on s'ha triat congressistes amb ideologies més extremistes i on el Partit Republicà ha augmentat de manera significativa el seu suport electoral el 2016 en relació amb l'any 2000.

Polarització laboral als EUA

Canvis en l'ocupació per percentil salarial en cada període (%)



Competència comercial amb la Xina als EUA



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Autor, D. (2010) i de Autor, D., Dorn, D. i Hanson, G. (2013).*

Al costat d'aquesta evidència empírica, és rellevant per a l'anàlisi de la relació causal entre desigualtat i populisme disposar d'estudis que ajudin a entendre quins són els efectes de la competència amb la Xina en un dels àmbits clau que explica l'evolució de la desigualtat, el mercat laboral. Doncs, bé, hi ha una abundant literatura econòmica que documenta que les zones més exposades a la competència comercial amb la Xina han patit una destrucció superior de llocs de treball i un augment en el tancament de plantes industrials.[2] De fet, segons un article recent,[3] aquest *shock* comercial va provocar la pèrdua d'1,98 milions de llocs de treball entre el 1999 i el 2011, dels quals 985.000 correspondrien a la indústria manufacturera. Així mateix, segons un altre article d'Autor, Dorn i Hanson,[4] la competència de les importacions xineses explicaria una quarta part dels llocs de treball destruïts al sector manufacturer dels EUA.

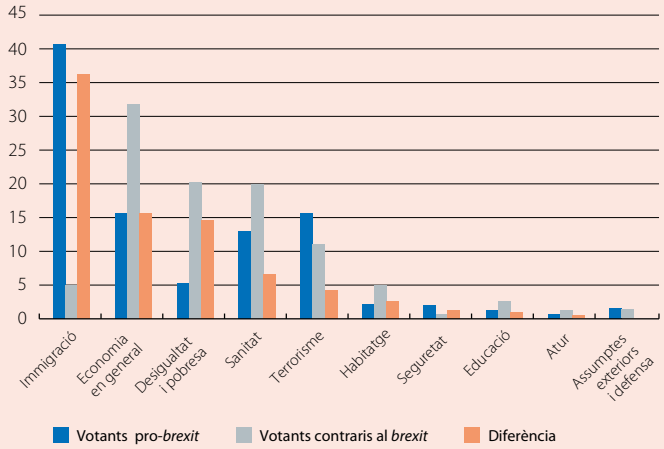
Arribats a aquest punt, és important matisar que, malgrat que aquests fets són importants per mostrar la relació entre desigualtat i populisme, no cal inferir-ne que la integració comercial sigui negativa, ja que hi ha molta literatura que documenta l'impacte positiu del comerç sobre l'economia en conjunt,[5] tot i que hi hagi sectors econòmics molt concrets que es poden veure perjudicats per una major integració comercial, com així ha succeït als EUA. Tampoc hem d'oblidar que els factors preponderants de la pèrdua de pes del sector manufacturer són els canvis tecnològics i de model productiu (vegeu el Dossier «Indústria 4.0», en l'IM11/2016).

1. Vegeu Autor, D., Dorn,D., Hanson, G. i Majlesi, K. (2016), «Importing Political Polarization? The Electoral Consequences of Rising Trade Exposure» i «A Note on the Effect of Rising Trade Exposure on the 2016 Presidential Election», MIT Working Papers.
2. Vegeu, entre d'altres, Pierce, J. i Schott, P. (2016), «The Surprisingly Swift Decline of US Manufacturing Employment», American Economic Review.
3. Vegeu Acemoglu, D., Autor, D., Dorn, D., Hanson G. i Price, B. (2016), «Import Competition and the Great US Employment Sag of the 2000s», Journal of Labor Economics, 34(S1).
4. Vegeu Autor, D., Dorn, D. i Hanson, G. (2013), «The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the US», American Economic Review, 103(6).
5. Vegeu, entre d'altres, Grossman, G. i Helpman, E. (1991), «Trade, Knowledge Spillovers, and Growth», European Economic Review, 35, 517-526.

Si passem a analitzar per què aquests canvis al mercat laboral han incrementat la desigualtat econòmica als EUA, cal tenir present que la desigualtat en aquest país és un reflex de la polarització laboral. Així, entre el 1950 i el 1980, la indústria manufacturera va permetre que molts treballadors nord-americans sense estudis de secundària o universitaris accedissin a la classe mitjana. Ara, el mercat laboral, amb un pes preponderant dels serveis, ofereix oportunitats laborals per a altres perfils d'ocupació, on coexisteixen activitats d'alt valor afegit amb altres que no ho són. Conseqüentment, la classe assalariada, que abans era més homogènia en termes de remuneració, ara està més polaritzada. Això podria ajudar a explicar per què el populisme ha eclosionat recentment. Així, la clau rau en el fet que la polarització laboral d'aquestes últimes dècades ha comportat l'empobriment d'una part de les classes mitjanes, de manera que un grup social nombrós ha vist com les condicions de vida i l'estatus dins la societat empitjoraven sensiblement. Aquest fenomen ha generat un malestar social que ha estat terreny abonat per a propostes polítiques que defensen que els vells llorers poden reverdir de forma ràpida i senzilla.

Brexit *i el principal desafiament que afronta el Regne Unit actualment*

(% d'enquestats que consideren important cada qüestió)



Nota: *Mostra de 1.677 persones de raça blanca entrevistades el 17 d'agost del 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'estudi conjunt del Birkbeck College, Policy Exchange i YouGov.*

Recapitulant l'anàlisi feta fins ara, la literatura suggereix que hi ha una certa relació causal entre desigualtat i populisme als EUA i que, entre els diferents mecanismes que es poden donar, els estudis han explorat un canal concret: el que va de la competència internacional a la destrucció d'ocupació industrial i de la caiguda de l'ocupació al sector secundari a l'augment de la desigualtat, per, finalment, tancar el cercle i constatar que, en aquests casos, es dóna un avanç de la polarització política.

Un cop validada la relació causal entre desigualtat i populisme als EUA, convé estudiar-ne la magnitud i analitzar si la desigualtat és la font principal que alimenta l'actual polarització política. Pel que fa a la magnitud, no és especialment elevada: als districtes electorals més exposats a la competència comercial amb la Xina, el suport electoral al Partit Republicà el 2016 s'ha situat 2,2 p. p. per damunt dels districtes amb poca competència amb la Xina. Atesa aquesta dada, seria agosarat, i fins i tot temerari, asseverar que la desigualtat és el factor principal del que es nodreix el populisme, en especial quan sabem que hi ha altres variables econòmiques i financeres que també estan latents en l'èxit dels moviments populistes. Un exemple paradigmàtic són les crisis financeres: segons un influent article dels economistes alemanys Manuel Funke, Moritz Schularick i Christoph Trebesch, el suport electoral als partits d'extrema dreta ha augmentat el 30% després de les crisis financeres viscudes entre el 1870 i el 2014 als principals països desenvolupats, la qual cosa representa una magnitud molt notable.[6]

Un altre element que convida a la cautela és que existeix un poderós corrent d'opinió format per diversos economistes i politòlegs que defensa que els factors culturals són tant o més importants que els econòmics per explicar l'auge del populisme. Els defensors d'aquest corrent consideren que el vot als partits populistes respon al desig per part d'algunes capes de la societat de preservar l'homogeneïtat cultural i certes actituds socials. En aquest sentit, Ronald Inglehart i Pippa Norris, politòlegs de Michigan i de Harvard, mostren que, a la Unió Europea, les variables culturals són les que prediuen amb més precisió el suport als partits populistes. En particular, el suport electoral a aquests partits és major entre la gent més gran, els homes, les persones amb menys formació educativa i les majories ètniques. En canvi, no s'obtenen resultats tan concloents per a les variables econòmiques. Anàlisis similars dutes a terme després del *brexit* suggereixen que els factors culturals i socials tenen una gran importància per explicar el resultat del referèndum i qüestionen que la desigualtat sigui la causa principal del populisme. Així, per exemple, un estudi del *think tank* Nesta del Regne Unit mostra que ser favorable a la pena de mort prediu sensiblement millor que la renda o la classe social la probabilitat de votar a favor de sortir de la Unió Europea, i una enquesta encarregada per Eric Kaufmann, professor del Birkbeck College, indica que els partidaris del *brexit* estaven molt més preocupats per la immigració que per la desigualtat.

En definitiva, la desigualtat econòmica és un factor que cal tenir en compte quan s'analitzen les causes subjacents a l'alça dels populismes a nivell global. En el cas dels EUA, han aparegut recentment estudis acadèmics que utilitzen tècniques economètriques fiables i que mostren una relació causal. Així i tot, no sembla que la magnitud de l'impacte sigui gaire elevada, i hi ha dubtes raonables sobre el fet que la desigualtat sigui la causa predominant. Sigui com sigui, és clar que l'auge del populisme és un fenomen molt rellevant i que mereix ser estudiat en profunditat.

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

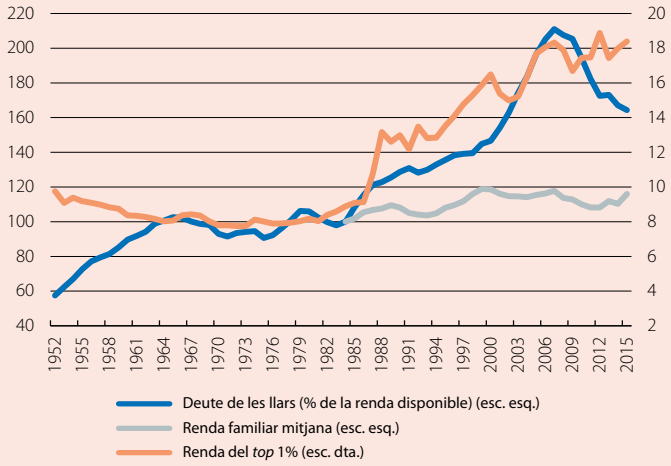
6. Vegeu Funke, M., Schularick, M. i Trebesch, C. (2015), «Going to Extremes: Politics after Financial Crises, 1870-2014», CEPR, Discussion Paper, núm. 10.884.

La desigualtat pot causar una crisi financera?

Aquesta no és una pregunta sensacionalista, sinó que està al centre del debat polític i acadèmic. Les xifres dels EUA (vegeu el primer gràfic) parlen per si soles. Entre el 1984 i el 2007, la fracció de la renda corresponent a l'1% de la població amb més ingressos va passar del 8,9% al 18,3% i, paral·lelament, el deute total de les famílies va saltar del 58,3% de la renda al 123,1%. Mentrestant, la renda de la família mitjana havia augmentat només el 17,9% (un creixement anual mitjà del 0,7%, que contrasta amb el creixement de l'1,8% del PIB per família). El següent pas que va fer l'economia és ben conegut: la major crisi financera i econòmica des de la Gran Depressió dels anys trenta. Els cronistes i els cineastes han interpretat aquests esdeveniments per desenvolupar una narrativa que entrellaça economia, política i desigualtat. No obstant això, rere el teló, el debat continua viu: la relació entre desigualtat i deute és atractiva, però, més enllà de les correlacions, què en sabem?

EUA: desigualtat i deute

Índex (100 = 1984) *(% renda nacional)*



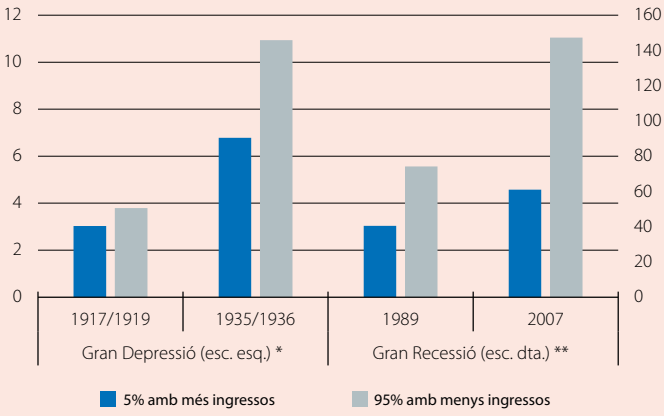
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de FRED i de World Wealth Income Database.*

tion per cobrir sota el seu paraigua hipoteques de més valor i amb pagaments inicials més baixos. No obstant això, mentre que Acemoglu[2] ha defensat que l'augment de la desigualtat i de l'endeutament és conseqüència de la desregulació financera, sense que existeixi una relació de causa i efecte entre desigualtat i deute, Rajan[3] situa la desigualtat com la causa que va generar pressió social sobre els polítics per estimular, amb canvis reguladors, un augment de la concessió de crèdit més enllà del que la solvència de cada família recomanava. De manera coherent amb la visió de Rajan, Mian i Sufi (2009) mostren que, en zones dels EUA amb menys recursos, va haver-hi un creixement anormalment alt d'hipoteques amb poques probabilitats de repagament.[4] A més a més, el factor polític estaria complementat pel paper de l'estatus social: davant un augment de la desigualtat, els individus desitgen endeutar-se per poder comprar els béns i els serveis que els seus veïns sí es poden permetre. En aquesta línia, Bertrand i Morse (2016)[5] observen que, entre el 1980 i el 2008, a les regions dels EUA on augmentava la renda de les famílies amb

Segons la teoria econòmica clàssica, si l'augment de la desigualtat reflecteix un canvi permanent en els ingressos d'una part de la societat, la nova realitat hauria d'imposar un menor consum i un menor endeutament als individus que veuen reduïda la renda. Atès que l'augment de la desigualtat respon, sobretot, a factors permanents,[1] i, així i tot, l'endeutament s'ha incrementat, economistes tan prominents com els premis Nobel Stiglitz i Krugman, l'antic economista en cap de l'FMI i expresident de la Reserva Federal de l'Índia, Raghuram Rajan, o el prolífic Daron Acemoglu, del Massachusetts Institute of Technology, situen la política i l'estatus social com elements clau per estimular l'endeutament. Hi ha una bateria d'exemples per il·lustrar el paper de la política, com la revocació de la Glass-Steagall Act (que separava la banca comercial de la banca d'inversió per limitar la presa de riscos), la reducció dels requeriments de capital per a Fannie Mae i Freddie Mac (dues grans fonts de finançament per a la compra d'habitatge) o l'extensió de les garanties de la Federal Housing Administra-

Deute i desigualtat als EUA: paral·lelismes històrics

(% de la renda)



Notes: ** Nou crèdit. ** Deute total.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Kumhof* et al. *(2015), «Inequality, leverage, and crises», American Economic Review.*

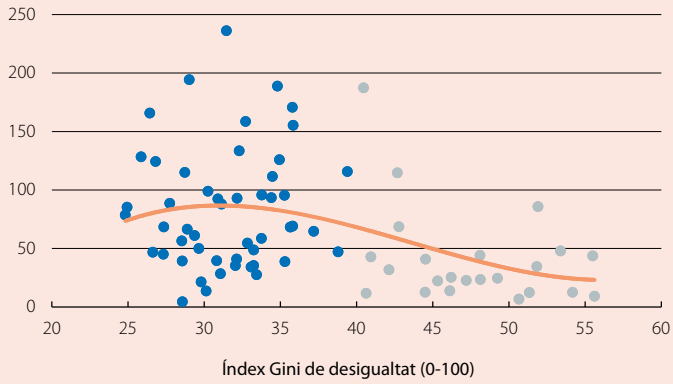
1. Destaquen els canvis tecnològics i l'impacte de la globalització. La mobilitat social és fonamental, ja que redueix el caràcter permanent de la desigualtat.
2. Vegeu Acemoglu, A. (2011), «Thoughts on Inequality and the Financial Crisis», presentació al congrés de l'American Economic Association.
3. Rajan, R. (2010), «Fault Lines», Princeton University Press.
4. Mian, A. i Sufi, A. (2009), «The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the US Mortgage Default Crisis», Quarterly Journal of Economics.
5. Bertrand, M. i Morse, A. (2016), «Trickle-Down Consumption», Review of Economics and Statistics.

més ingressos, també es produïa una menor taxa d'estalvi de la resta de famílies.[6]

Un dels grans atractius de la relació causa-efecte entre desigualtat, deute i crisi financera és que ja observem una correlació semblant abans de la Gran Depressió de la dècada dels trenta: en els anys previs, també es va produir un augment de la fracció de la renda corresponent a la població amb més ingressos i un increment de l'endeutament familiar. A més a més, com ho mostra el segon gràfic, en els dos episodis, les famílies amb menys ingressos van concentrar el gros de l'endeutament. No obstant això, en un estudi recent per als EUA, Coibion *et al.* (2016)[7] conclouen que les famílies amb menys recursos s'endeuten menys en regions més desiguals que en regions amb menys desigualtat. Segons aquest estudi, la raó és que, a les regions amb més desigualtat, els clients amb menys recursos competeixen pel crèdit amb clients més solvents (els de la part alta de la distribució) i, per això, obtenen pitjors condicions (menys concessió de préstecs i tipus d'interès més alts). Malgrat que aquest estudi no rebat l'existència d'una relació causal entre augment de la desigualtat i deute,[8] sí qüestiona la narrativa convencional. Tot i que la tesi de Rajan troba suport en exemples palpables de canvis reguladors i en resultats com els de Bertrand i Morse (2016) o Mian i Sufi (2009), l'estudi de Coibion *et al.* (2016) suggereix que una major desigualtat no va associada a un augment del crèdit als més desfavorits. En definitiva, la discussió continua oberta.

Desigualtat i desenvolupament financer: comparativa internacional

Crèdit domèstic al sector privat (% del PIB)



Nota: *Cada punt representa un país el 2010. En blau, els països amb desigualtat baixa i mitjana. En gris, els països amb desigualtat mitjana-alta i alta.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial.*

Més enllà dels EUA, altres economies avançades també han experimentat un augment important de l'endeutament familiar, malgrat que amb un increment més moderat de la desigualtat. De fet, Bordo i Meissner (2012)[9] comparen 14 economies avançades entre el 1920 i el 2008 i no troben una associació significativa entre desigualtat i creixement del crèdit. Aquest resultat també es reflecteix en el tercer gràfic, on veiem que, en nivells moderats de desigualtat de les economies avançades, no hi ha una relació clara amb el nivell de crèdit. No obstant això, quan ens movem cap a països amb molta desigualtat, difícilment trobem sistemes financers desenvolupats.

De fet, si considerem una perspectiva a llarg termini, veiem que, històricament, el creixement econòmic ha estat paral·lel a l'extensió dels drets polítics, a l'emergència i a la consolidació de la classe mitjana i al desenvolupament dels mercats financers. En perspectiva, l'accés al crèdit és un motor de creixement que beneficia, en especial, les persones amb menys ingressos i que disposen de menys recursos propis per finançar els projectes. No obstant això, el bon funcionament del sistema financer requereix l'existència d'institucions sòlides que garanteixin els drets de propietat i el compliment dels contractes. A les economies en desenvolupament, són les empreses amb bones connexions polítiques les que solen aconseguir un major accés al crèdit i tipus d'interès més baixos (principalment, a través de bancs de propietat estatal). En aquest sentit, el desenvolupament d'un estat de dret avançat, derivat d'una menor desigualtat, té el potencial de minimitzar el paper de les connexions polítiques i, per tant, d'aconseguir una assignació més eficient del crèdit. No és casualitat que el Banc d'Anglaterra es creés, justament, després que el parlament anglès aconseguís limitar els poders de la monarquia en la Revolució Gloriosa del 1688, com tampoc ho és que la Revolució Industrial s'iniciés a Anglaterra uns 100 anys després.

En definitiva, desigualtat, política, desenvolupament financer i funcionament econòmic són grans factors que ressonen al llarg de la història. La Gran Depressió dels anys trenta i la Gran Recessió del 2007-2009 han estat esdeveniments únics en la narrativa contemporània, la duresa dels quals els ha fet transcendir en l'imaginari col·lectiu, i mostren la potència, però també la complexitat, d'aquestes relacions econòmiques.

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

6. Aquest «contagi» no és degut ni a un major augment dels preus immobiliaris ni a un major increment de l'índex de preus general de la regió.
7. Coibion *et al.* (2016), «Does Greater Inequality Lead to More Household Borrowing? New Evidence from Household Data», Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper.
8. En el sentit que no analitza la resposta de les llars a un augment de la desigualtat a la regió on resideixen, sinó que compara el comportament de les llars amb una renda semblant en regions amb nivells diferents de desigualtat.
9. Bordo, M. i Meissner, C. (2012), «Does Inequality Lead to a Financial Crisis?», NBER Working Papers.

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE)
Sergio Mayordomo i María Rodríguez-Moreno, 11/2016

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

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., 2017

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