IM05

INFORME MENSUAL
NÚMERO 412 | MAIG 2017

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Quins bancs centrals emergents hauran de seguir el rastre de la Fed?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Deute emergent i desfasament canviari: una combinació que cal vigilar

UNIÓ EUROPEA
Diferencial de productivitat entre la zona de l'euro i els EUA: una anàlisi sectorial

ECONOMIA ESPANYOLA
La borsa espanyola enfront de l'europea: l'hora de recuperar el terreny perdut?

DOSSIER: EDUCACIÓ: MÉS IMPRESCINDIBLE QUE MAI

Educació i creixement econòmic

Els pilars de l'educació: una visió moderna

Més enllà del títol: el repte de continuar formant-se al llarg de la vida laboral

Ensenyar a aprendre: l'educació davant el canvi tecnològic

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Maig 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:
30 d'abril de 2017

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 *Quins bancs centrals emergents hauran de seguir el rastre de la Fed?*

10 *La salut del sector corporatiu als EUA, clau per a l'estabilitat financera*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Deute emergent i desfasament canviari: una combinació que cal vigilar*

16 *El creixement s'accelera als emergents, la inflació, no*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *Amb quina economia es trobarà el proper president de França?*

22 *Diferencial de productivitat entre la zona de l'euro i els EUA: una anàlisi sectorial*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *La correcció del dèficit públic, missió possible*

28 *Disseccionant la millora del compte corrent*

29 *La borsa espanyola enfront de l'europea: l'hora de recuperar el terreny perdut?*

32 DOSSIER: EDUCACIÓ: MÉS IMPRESCINDIBLE QUE MAI

32 *Educació i creixement econòmic*
Clàudia Canals

34 *Els pilars de l'educació: una visió moderna*
Javier Garcia-Arenas

36 *Més enllà del títol: el repte de continuar formant-se al llarg de la vida laboral*
Anna Campos

38 *Ensenyar a aprendre: l'educació davant el canvi tecnològic*
Adrià Morron Salmeron

La bona educació

Sovint, les polítiques públiques que persegueixen reduir la pobresa i la desigualtat s'enfronten a un dilema entre equitat i eficiència. Una bona política educativa, però, té un ampli potencial per millorar la productivitat de la força laboral i, alhora, promoure la mobilitat social mitjançant la igualació de les oportunitats educatives en la infantesa. Això la converteix en una potent palanca de transformació social, si no la més important.

Per aprofitar tot aquest potencial, el sistema educatiu ha de ser de qualitat. En especial en un moment com l'actual, en què s'ha d'adaptar a una revolució digital que transforma el sistema productiu i, de retruc, les competències i les habilitats demandades al mercat laboral. És important què, com i quan s'ensenya.

El sistema educatiu del segle XXI no pot ensenyar el mateix que el del segle passat. Sobretot, ha d'ensenyar a aprendre. En aquest sentit, molts estudis han subratllat la importància no solament de les competències cognitives, com el llenguatge, la comunicació, el processament de la informació, les matemàtiques o la lògica, sinó també de les habilitats no cognitives (els anomenats *soft skills*), com la capacitat de concentració i de planificació, la perseverança, l'autocontrol o les relacions interpersonals. Cal transmetre coneixements, però també fórmules per treballar, per organitzar-se i per aprendre. I també valors.

Pel que fa a la millor manera d'ensenyar, el com, hi ha diversos mites. Per exemple, l'evidència disponible mostra que variables com el nombre d'alumnes per classe o la quantitat de recursos dedicats al sistema (en els dos casos, quan ja s'ha assolit un cert llindar) no tenen un impacte molt significatiu sobre la qualitat de l'educació. Amb diferència, el factor més important per a l'èxit d'un sistema educatiu és la qualitat dels professors. Els països amb els millors sistemes, com Singapur, Finlàndia o Corea, són capaços d'atreure i de retenir el millor talent oferint carreres professionals atractives, formació continuada i prestigi social a la professió docent. A més dels professors, també són importants els pares i, en especial, el temps que dediquen als seus fills en activitats com llegir o conversar. La conciliació entre treball i família és imprescindible per disposar d'aquest temps.

Finalment, pel que fa al quan, nombroses recerques destaquen la importància d'invertir en l'ensenyament entre els zero i els cinc anys per igualar les oportunitats. L'aprenentatge durant aquests anys influeix de manera molt significativa en el potencial que podran assolir els nens com estudiants i en la seva vida adulta. El premi Nobel d'economia James Heckman ha estimat que invertir en els segments més desfavorits de la població en aquestes edats ofereix una rendibilitat entre el 7% i el 10%. Poques inversions públiques ofereixen un retorn millor.

Aquestes són algunes de les coses que sabem, però la cerca de l'excel·lència en l'educació ha de ser un procés continu i s'ha de basar en recerques rigoroses. És necessari innovar i avaluar constantment. Els països amb més èxit utilitzen per a l'educació un enfocament semblant al de la medicina: es realitzen proves pilot per avaluar les innovacions (en el què, el com o el quan) i s'adopten els canvis que demostren la seva efectivitat. És la millor manera d'adaptar-se al canvi permanent. En l'àmbit educatiu, la resistència al canvi o el canvi sense rigor té un cost enorme, en termes d'equitat i d'eficiència, que no ens podem permetre.

Enric Fernández
Economista en cap
30 d'abril de 2017

CRONOLOGIA

ABRIL 2017

16 Turquia ratifica la reforma constitucional amb un referèndum.
19 El parlament britànic aprova la celebració d'eleccions anticipades per al 8 de juny.

MARÇ 2017

1 La Comissió Europea presenta el Llibre Blanc sobre el futur d'Europa, en què proposa cinc escenaris possibles per a la UE-27 el 2025.
16 La Reserva Federal va augmentar el tipus oficial en 25 p. b. per situar-lo en l'interval 0,75%-1%.
29 El Regne Unit activa l'article 50 del Tractat de Lisboa per iniciar el procés de negociació per a la sortida de la UE.

GENER 2017

23 Donald Trump confirma la retirada dels EUA de l'Acord Transpacífic de Cooperació Econòmica (TPP, per les sigles en anglès).

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.

AGENDA

MAIG 2017

3 PIB de la zona de l'euro (1T).
Comitè de Mercat Obert de la Fed.
4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
5 Índex de producció industrial (març).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
PIB del Japó (1T).
23 Comerç exterior (març).
25 Comptabilitat nacional trimestral (1T).
30 Execució pressupostària de l'Estat (abril).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (maig).
Avanç de l'IPC (maig).
31 Balança de pagaments (març).

JUNY 2017

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
7 Índex de producció industrial (abril).
8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
14 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
16 Enquesta trimestral del cost laboral (1T).
19 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (abril).
20 Comerç exterior (abril).
22 Consell Europeu.
27 Execució pressupostària de l'Estat (maig).
29 Índex de sentiment econòmic de l'eurozona (juny).
Avanç de l'IPC (juny).
30 Taxa d'estalvi de les llars (1T).
Balança de pagaments (abril).
Posició d'inversió internacional neta (1T).

Bons auguris per al creixement global

Una arrencada d'any prometedora. Les dades d'activitat i de confiança del primer terç de l'any suggereixen que l'acceleració del creixement mundial es consolidarà el 2017. Així, la previsió de CaixaBank Research per al 2017 se situa ja en el 3,5%, 1 dècima per damunt del mes anterior i 4 dècimes per damunt de la dada del 2016. És destacable que l'evolució positiva és força generalitzada i afecta tant les economies avançades com les emergents. Cal afegir, però, que ara només falta que les dades de creixement efectivament produïdes del 1T (l'anomenat *hard data*) confirmin aquest panorama il·lusionant, ja que la major part de les dades que sustenten aquest escenari d'acceleració són qualitatives (basades en enquestes a consumidors i a empreses). Aquest escenari positiu ha anat acompanyat per l'evolució recent dels mercats financers: durant la segona meitat de l'abril, la represa de la senda alcista de les borses, després d'una breu fase temporal de *risk-off*, confirma que la dinàmica constructiva basada en les encoratjadores expectatives de creixement es manté intacta. A les economies emergents, la bona dada de creixement del PIB de la Xina en el 1T (el 6,9% interanual) apuntala les perspectives esperançadores, tot i que cal tenir en compte que aquest resultat s'ha obtingut gràcies a un augment de l'estímul fiscal que difícilment es podrà mantenir en els propers trimestres.

No obstant això, l'horitzó no està lliure de riscos. En aquests últims mesos, els riscos de naturalesa política han copat una bona part de l'atenció mediàtica. I, així i tot, malgrat que aquests riscos (proteccionisme, populisme, incertesa sobre les polítiques de l'Administració Trump i tensions geopolítiques) es mantenen oberts, convé no perdre de vista els riscos de naturalesa estrictament econòmica, entre els quals destaquen el creixent nivell del deute global (la Xina encarna de forma paradigmàtica aquest risc pel seu elevat deute corporatiu) i l'impacte de l'augment dels tipus d'interès que s'espera que dugui a terme la Fed sobre les economies emergents amb més vulnerabilitats exteriors.

Els EUA aixequen el peu de l'accelerador, però de forma temporal. L'economia nord-americana va créixer en el 1T menys del que s'esperava, el 0,2% intertrimestral, llastada per l'afebliment del consum privat. Creiem, però, que es tracta d'un alentiment temporal, ja que l'avanç robust de la inversió i els bons indicadors d'activitat i de confiança del 1T fan pensar que el ritme de creixement tornarà a agafar impuls en els propers trimestres. Al mateix temps, s'han produït novetats en el pla fiscal. En concret, l'Administració Trump va presentar, al final d'abril, els grans trets d'una ambiciosa reforma tributària en què es planteja una simplificació i una reducció dels tipus impositius (per exemple, l'impost de societats passaria del 35% al 15%). Així i tot, planen dubtes sobre quin serà finalment l'abast de l'impuls fiscal, ja que, malgrat l'eliminació de les deduccions, la implementació de la reforma comportaria un augment notable del dèficit públic, de manera que les negociacions seran intenses i és probable que l'Administració Trump hagi de fer concessions.

Es consolida l'enfortiment de l'economia europea en un entorn amb riscos polítics canviants. La majoria d'indicadors de sentiment apunten a la consolidació de la recuperació econòmica, al mateix temps que la inflació es va normalitzant. Així i tot, els riscos polítics es mantenen latents amb dos focus d'incertesa prominents. El primer és el *brexit*, ja que les negociacions amb la UE poden provocar repunts puntuals de volatilitat. El segon són les eleccions als països *core* de la zona de l'euro, malgrat que els riscos muten: la probable victòria de Macron a França i la pèrdua d'embranzida de la ultradreta a Alemanya reforçaran el procés de construcció europea, però la incertesa no trigarà a desplaçar-se cap a Itàlia, on se celebraran eleccions parlamentàries en el 1T 2018.

L'economia espanyola certifica, en el 1T, el seu moment dolç. El PIB es va accelerar fins al 0,8% intertrimestral en els tres primers mesos de l'any, 1 dècima més que en els dos trimestres anteriors. Atesos els indicadors disponibles, el motor de l'expansió va tornar a ser la demanda interna, que manté un vigor considerable, malgrat que les exportacions també han evolucionat de forma molt favorable en els primers mesos de l'any. Els factors de suport temporals (tipus d'interès baixos i preu del petroli baix) i les reformes estructurals són els veritables artífexs de la bona marxa d'una economia que encadena ja tres anys de creixement sostingut. Aquesta dinàmica positiva permetrà un creixement econòmic notable, que CaixaBank Research situa en el 2,8% per al 2017, i deixarà la seva empremta al mercat laboral, amb la creació de 430.000 nous llocs de treball enguany. Així i tot, la taxa d'atur, que per motius estacionals va augmentar 0,2 p. p. en el 1T i es va situar en el 18,8%, continua sent la gran assignatura pendent de la nostra economia. L'actual estat de gràcia de l'economia espanyola també té importants repercussions en l'àmbit de les finances públiques. Així, la conjuntura econòmica favorable donarà suport a la reducció del dèficit públic, de manera que l'objectiu per al 2017, fixat en el 3,1%, és factible.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2015	2016	2017	2018	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,4	3,1	3,5	3,6	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*2,0*	*2,0*	*1,7*	*1,9*	*1,9*	*2,1*	*2,0*	*1,9*
Estats Units	2,6	1,6	2,2	2,4	1,7	2,0	1,9	2,3	2,2	2,3
Zona de l'euro	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7
Alemanya	1,5	1,8	1,6	1,6	1,7	1,8	1,5	1,5	1,8	1,8
França	1,2	1,1	1,3	1,4	0,9	1,2	0,8	1,4	1,5	1,3
Itàlia	0,7	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	0,8	0,9	0,7	0,7
Portugal	1,6	1,4	1,5	1,4	1,7	2,0	2,0	2,0	1,3	0,9
Espanya	3,2	3,2	2,8	2,4	3,2	3,0	3,0	2,8	2,8	2,7
Japó	1,2	1,0	1,1	0,8	1,1	1,6	1,4	1,2	1,1	0,9
Regne Unit	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,9	2,1	1,7	1,4	1,0
Països emergents	*4,1*	*4,2*	*4,5*	*4,8*	*4,1*	*4,3*	*4,5*	*4,5*	*4,6*	*4,6*
Xina	6,9	6,7	6,6	6,1	6,7	6,8	6,9	6,6	6,5	6,4
Índia	7,5	7,5	7,3	7,7	7,4	7,0	7,1	7,1	7,4	7,7
Indonèsia	4,9	5,0	5,1	5,6	5,0	4,9	5,0	5,0	5,2	5,2
Brasil	–3,8	–3,6	0,7	2,1	–2,9	–2,5	–1,0	0,3	1,5	2,1
Mèxic	2,6	2,3	1,8	2,1	2,1	2,4	2,7	1,9	1,3	1,1
Xile	2,3	1,6	1,9	2,6	1,8	0,5	1,5	1,9	2,1	2,2
Rússia	–2,8	–0,2	1,5	1,7	–0,4	0,3	1,0	1,2	1,6	1,9
Turquia	6,0	3,0	2,7	3,0	–1,3	3,5	2,5	2,7	2,8	2,9
Polònia	3,9	2,7	3,3	3,1	2,2	2,9	3,4	3,4	3,4	3,1
Sud-àfrica	1,3	0,4	1,1	1,6	0,7	0,5	1,2	0,7	1,0	1,4
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	2,8	3,4	3,4	2,7	2,9	3,2	3,4	3,4	3,6
Països desenvolupats	*0,3*	*0,7*	*1,9*	*1,9*	*0,6*	*1,2*	*1,9*	*2,0*	*2,1*	*2,0*
Estats Units	0,1	1,3	2,3	2,3	1,1	1,8	2,5	2,2	2,3	2,2
Zona de l'euro	0,0	0,2	1,8	1,6	0,3	0,7	1,8	1,7	1,9	1,8
Alemanya	0,1	0,4	1,9	1,7	0,4	1,0	1,9	2,0	2,0	1,9
França	0,1	0,3	1,7	1,6	0,4	0,7	1,5	1,6	1,9	1,8
Itàlia	0,1	0,0	1,4	1,4	–0,1	0,2	1,4	1,6	1,5	1,4
Portugal	0,5	0,6	1,5	1,5	0,7	0,8	1,4	1,5	1,6	1,6
Espanya	–0,5	–0,2	2,2	1,5	–0,2	1,0	2,7	2,4	2,2	1,7
Japó	0,8	–0,1	0,5	1,0	–0,5	0,3	0,3	0,3	0,8	0,5
Regne Unit	0,0	0,7	2,6	2,6	0,7	1,2	2,1	2,5	2,9	3,0
Països emergents	*4,7*	*4,4*	*4,5*	*4,5*	*4,3*	*4,1*	*4,2*	*4,5*	*4,4*	*4,9*
Xina	1,4	2,0	2,1	2,3	1,7	2,2	1,4	2,3	1,9	2,7
Índia	4,9	4,9	4,8	5,2	5,2	3,7	3,5	3,7	4,9	6,8
Indonèsia	6,4	3,5	4,0	5,0	3,0	3,3	3,6	4,4	3,8	4,0
Brasil	9,0	8,8	4,2	4,3	8,7	7,1	4,9	3,9	3,6	4,5
Mèxic	2,7	2,8	5,2	3,6	2,8	3,2	5,0	5,5	5,4	5,0
Xile	4,3	4,0	3,2	3,3	3,8	3,3	3,0	3,1	3,2	3,3
Rússia	15,5	7,1	4,7	4,9	6,8	5,7	4,6	4,3	5,0	5,0
Turquia	7,7	7,8	9,8	7,5	8,0	7,6	10,2	10,6	9,4	9,0
Polònia	–0,9	–0,7	1,7	2,0	–0,8	0,2	2,1	1,5	1,5	1,8
Sud-àfrica	4,6	6,3	6,2	5,6	6,0	6,6	6,3	5,9	6,1	6,5

Previsions

Economia espanyola

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

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,26	0,51	1,15	1,94	0,50	0,55	0,83	1,08	1,17	1,50
Líbor 3 mesos	0,32	0,74	1,37	2,18	0,79	0,92	1,07	1,26	1,47	1,68
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	1,98	2,63	1,46	1,62	1,75	1,89	2,07	2,23
Deute públic a 2 anys	0,67	0,84	1,56	2,63	0,72	1,00	1,23	1,41	1,68	1,91
Deute públic a 10 anys	2,13	1,84	2,65	3,41	1,56	2,13	2,44	2,51	2,74	2,90
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	–0,32	–0,21	–0,30	–0,31	–0,33	–0,33	–0,31	–0,30
Euríbor 12 mesos	0,17	–0,03	–0,08	0,05	–0,05	–0,07	–0,10	–0,10	–0,07	–0,06
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,24	–0,58	–0,70	–0,29	–0,64	–0,71	–0,78	–0,79	–0,66	–0,58
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,10	0,47	0,85	–0,12	0,11	0,34	0,37	0,53	0,62
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,11	1,06	1,08	1,12	1,08	1,07	1,06	1,05	1,06
¥/€	134,33	120,30	119,98	124,26	114,26	117,96	121,05	118,01	119,07	121,80
£/€	0,73	0,82	0,86	0,85	0,85	0,87	0,86	0,85	0,86	0,87
PETROLI										
Brent ($/barril)	53,64	45,04	56,00	61,71	46,98	51,13	54,68	54,83	56,50	58,00
Brent (€/barril)	48,33	40,73	52,85	57,33	42,09	47,46	51,35	51,50	53,65	54,89

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

Previsions

CONJUNTURA · Baló d'oxigen amb un panorama polític més clar

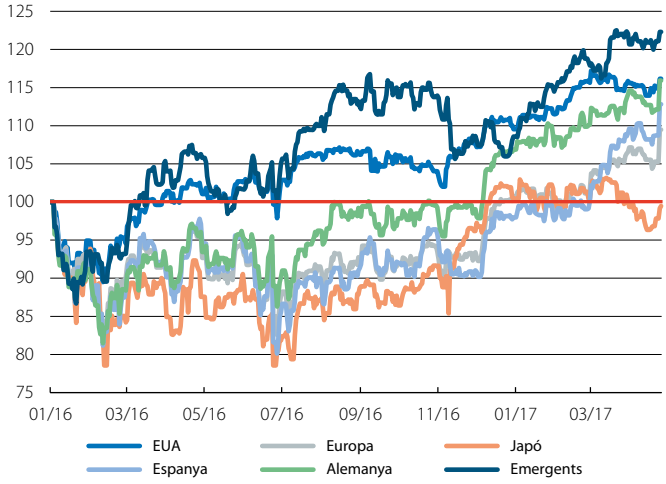
La incertesa política va marcar un període de *risk-off* que va acabar després de la primera volta de les eleccions presidencials a França. Com és la tònica en aquest 2017, el risc polític va continuar marcant l'evolució dels mercats financers en el mes d'abril. Als EUA, la nova Administració Trump va haver de retirar la primera proposta de reforma del sistema sanitari davant la falta de suports al final de març, la qual cosa va obrir la porta als dubtes sobre la capacitat de la nova Administració per tirar endavant les reformes promeses, entre les quals destaca una reforma fiscal que, com anticipaven els inversors, pretén impulsar el creixement i els marges empresarials. A Europa, la convocatòria d'eleccions generals anticipades al Regne Unit per al 8 de juny i, sobretot, la primera volta de les eleccions presidencials franceses van mantenir en suspens els inversors. A nivell mundial, les tensions geopolítiques a Síria i a Corea del Nord van sacsejar els mercats financers. A més a més, una certa feblesa en el preu de les primeres matèries va frenar també els actius de risc emergents. En conjunt, tots aquests elements van propiciar un període de *risk-off* en la primera meitat del mes d'abril, amb un reposicionament en les expectatives d'inflació i en la recerca d'actius refugi. Així, tant el preu de l'or com el dels bons alemanys i nord-americans van repuntar amb intensitat, la qual cosa es va traduir en un descens de les rendibilitats del seu deute públic a llarg termini. A l'altra cara de la moneda, la renda variable global va registrar reculades moderades en la primera part d'abril.

En la segona meitat del mes, les borses van recuperar el to constructiu. Finalment, el pas a la segona volta de Macron i de Le Pen en les eleccions franceses, amb un millor posicionament del primer de cara a la segona ronda, va aconseguir revertir el *risk-off* generat per les tensions polítiques. Les borses europees van rebotar amb força i es va revertir una gran part dels moviments previs en actius refugi. La rendibilitat del bo a 10 anys nord-americà va desfer una bona part del descens registrat a l'abril, i la TIR del seu homòleg alemany va recuperar tota la davallada del mes. El desenllaç electoral va ser molt favorable per a l'euro, que es va apreciar l'1,85% enfront del dòlar en els dies posteriors a les eleccions. No obstant això, la reversió del to negatiu als mercats ja havia començat amb les dades macroeconòmiques que s'havien anat coneixent als EUA i amb la seva lectura per part de la Reserva Federal (Fed) al seu *Beige Book*. Aquests indicadors continuen donant suport a una dinàmica de mercat basada en l'impuls del creixement econòmic global i en una represa de la tendència alcista en les expectatives d'inflació. Mentre esperen més detalls, els inversors van mantenir la cautela davant la reforma fiscal anunciada per Trump al final d'abril.

Els rebrots de volatilitat es van anar calmant a mesura que s'esvaïen els fronts de risc polític. Durant la major part del mes d'abril, els índexs de volatilitat, tant a la borsa nord-americana

Principals borses internacionals

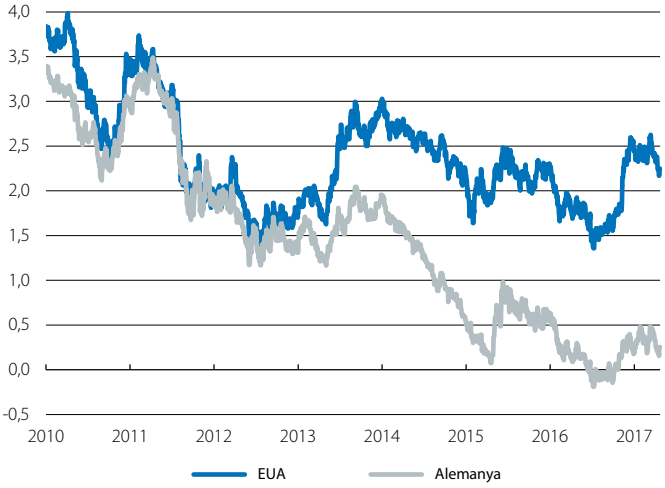
Índex (100 = gener 2016)



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

Rendibilitats del deute públic a 10 anys

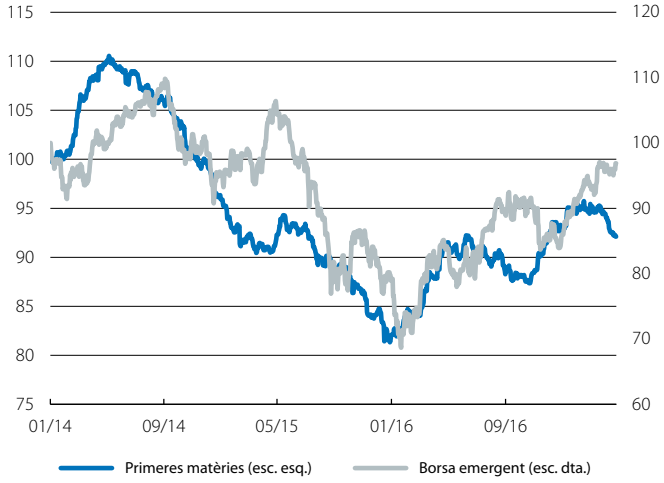
(%)



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

Borsa emergent i primeres matèries

Índex (100 = gener 2014) *Índex (100 = gener 2014)*



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

com a l'europea, van mantenir una trajectòria ascendent, reflex de la incertesa de la política econòmica als EUA, de la tensa situació geopolítica global i del nerviosisme previ a les eleccions a França. A Europa, el referent de volatilitat sobre l'Eurostoxx 50 (l'índex VSTOXX), que havia superat el nivell previ a l'elecció de Trump, es va enfonsar fins als nivells del començament de l'any amb el resultat de les eleccions franceses. Als EUA, l'índex VIX també es va desinflar fins a nivells mínims del 2017 i es manté en nivells històricament baixos.

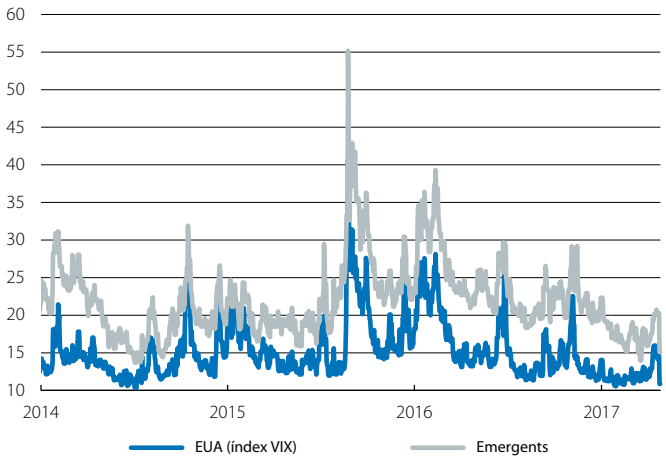
La Reserva Federal (Fed) manté el pla de normalització monetària, però les *yields* a llarg termini s'ajusten a la baixa. Rere el replegament de la TIR nord-americana a 10 anys hi ha factors com els fluxos d'entrada en bons nord-americans per les seves característiques d'actiu refugi, unes dades d'inflació una mica més febles (en part, pel descens dels preus energètics) o els dubtes sobre la implementació de les reformes i la magnitud del seu impacte. El mercat de futurs sobre els tipus d'interès va passar a descomptar un ritme de dues o tres pujades del tipus d'interès de referència abans del final del 2018, enfront de les tres o quatre anticipades amb anterioritat. No obstant això, la Fed va constatar, al seu *Beige Book*, una certa acceleració del creixement econòmic i dels salaris en diversos districtes, la qual cosa va afavorir la interpretació que les dades macroeconòmiques continuen sent positives. Aquest escenari avala que la Fed mantingui el pla de pujades de tipus, amb dos anuncis més enguany i tres més el 2018, d'acord amb les previsions de CaixaBank Research. En aquest context, continuarà sent clau la seva comunicació, també sobre l'estratègia de balanç i la reinversió del venciments de bons.

Com s'esperava, el BCE va mantenir sense canvis els paràmetres de la política monetària. En la reunió del 27 d'abril, el Consell de Govern va constatar que els indicadors d'activitat de la zona de l'euro continuen apuntant cap a una major fermesa de la recuperació i que el mapa de riscos continua esbiaixat a la baixa, tot i que amb menys intensitat. D'altra banda, ara com ara, la lenta millora del mercat laboral manté controlades les pressions inflacionistes. A tot plegat cal sumar la incertesa política, que aconsella prudència abans de realitzar qualsevol lleuger canvi de política monetària. Per aquest motiu, alguns membres del Consell de Govern han reforçat el suport a una estratègia seqüencial de normalització monetària, en què el BCE no apujaria tipus abans de finalitzar les compres netes d'actius. Segons les previsions de CaixaBank Research, la primera pujada del tipus refi a la zona de l'euro es produirà cap a la meitat del 2019.

Amb la disminució del risc polític, els mercats de renda variable es tornen a centrar en els fonaments econòmics. Amb la temporada de resultats empresarials encara en els seus inicis, sembla que les primeres presentacions confirmen les previsions d'increment de beneficis esperat per a enguany. El to constructiu de les últimes setmanes ha repres la tendència a revisar a l'alça aquestes previsions, que es continuen decantant per assignar més potencial a la zona de l'euro i als mercats emergents que als EUA, que, a més a més, presenten unes ràtios

EUA i emergents: volatilitat implícita de la borsa

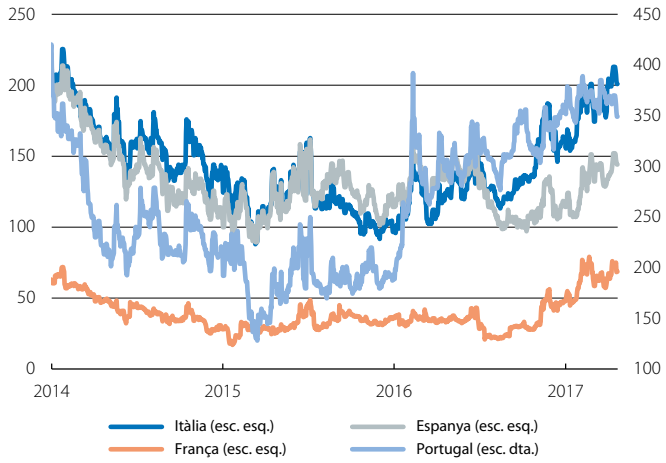
(%)



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

Zona de l'euro: primes de risc del deute públic a 10 anys

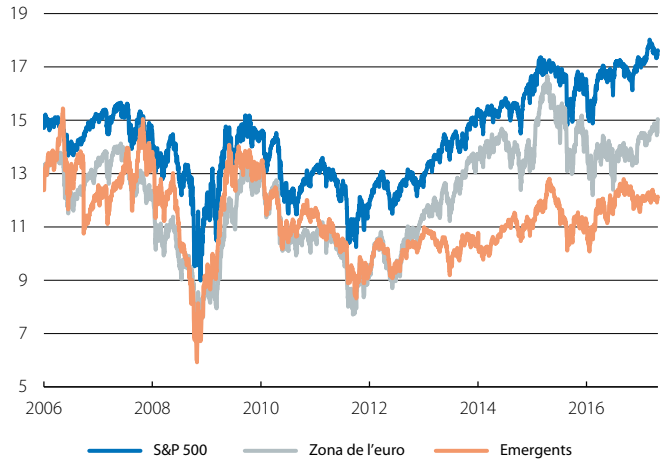
(p. b.) *(p. b.)*



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

*Borses regionals: ràtio preu/beneficis **

(Ràtio PER)



Nota: ** Beneficis a 12 mesos vista.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

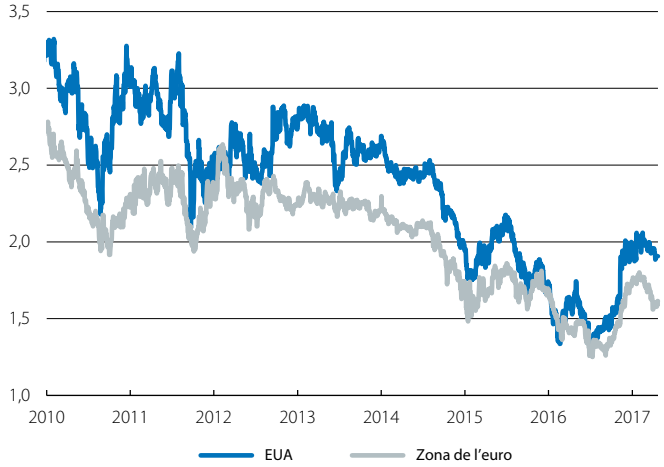
de valoració notablement més elevades. Així, l'Eurostoxx va tornar a mostrar unes fites mensuals superiors a les de l'S&P 500, amb el sector bancari com a protagonista dels avanços, a conseqüència de la seva major sensibilitat a l'entorn actual, tant polític com financer. Els fluxos de cartera també van reflectir fidelment les expectatives dels inversors i van donar continuïtat a les sortides de fons nord-americans cap a la renda variable europea.

En un entorn d'aversió al risc, l'apetència per la renda fixa va revalorar les carteres de deute sobirà i corporatiu. Malgrat un cert replegament al final del mes, els índexs de renda fixa global es van revalorar al voltant de l'1%. Els ascensos van ser més intensos a les carteres compostes amb venciments a més llarg termini i a les de bons sobirans, enfront de les de deute corporatiu. L'efecte del descens en rendibilitats sobiranes a llarg termini als EUA es va notar en un lleuger augment dels diferencials corporatius, en especial al segment *high yield*. Al seu torn, el reajustament en les expectatives d'inflació es va traduir en una menor demanda de bons protegits d'inflació. A Europa, la caiguda de la rendibilitat del bo alemany a 10 anys va contribuir a l'increment de les primes de risc sobiranes durant una bona part del mes d'abril. Les primes de risc corporatives també van experimentar un lleuger repunt, però, igual que les nord-americanes, es mantenen encara en nivells baixos. Caldrà esperar per veure com la incertesa política i la reducció del ritme de compres de bons per part del BCE afecten els diferencials corporatius europeus.

Els mercats emergents també van fer un alto en el camí, però van continuar mostrant un ritme sòlid d'entrades de fluxos de cartera, tant en renda variable com en renda fixa. Sembla que el lleuger afebliment del dòlar ha atorgat un cert atractiu al risc de divisa emergent, amb més demanda de bons en moneda local. Això sí, les preferències s'orienten més cap als bons sobirans en lloc dels corporatius, signe de preocupació pels nivells d'endeutament al sector privat. Si es manté la tendència positiva en les xifres macroeconòmiques i s'esvaeixen els focus de tensió geopolítica, els actius de risc emergents poden continuar capitalitzant les seves valoracions, que, actualment, són notablement inferiors a les dels mercats madurs. Les divises emergents també es van mantenir relativament estables, llevat del rand sud-africà i de la lira turca, la qual va recuperar un cert to després del referèndum del 16 d'abril, que va ratificar la reforma constitucional. Destaca el bon comportament del peso mexicà, que gairebé ha desfet tota la caiguda posterior a l'elecció de Trump. Finalment, la feblesa de les principals primeres matèries també ajuda a explicar el recés a les borses emergents. L'increment constant en la producció no convencional de petroli n'ha condicionat l'evolució del preu, però les caigudes es van estendre també a altres matèries, com els metalls industrials.

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

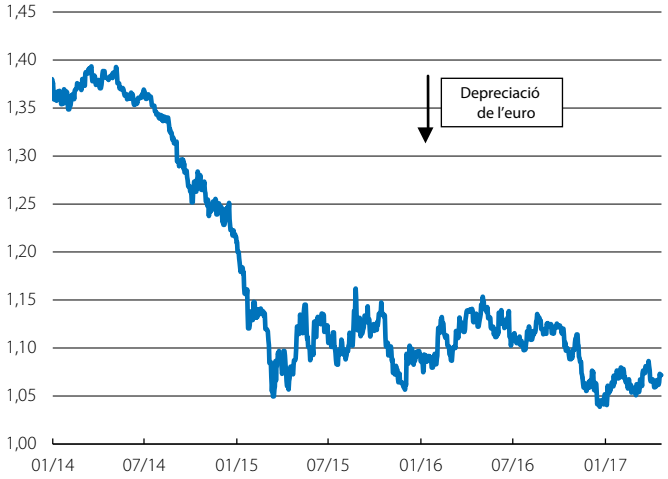
(%)



Nota: ** Swaps d'inflació, expectatives a 5 anys d'aquí a 5 anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Cotització de l'euro enfront del dòlar

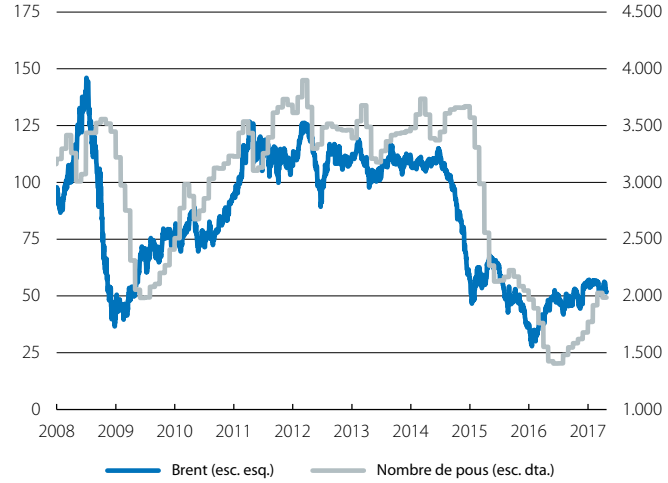
(Dòlars per euro)



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

Preu del petroli i pous actius

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



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

FOCUS · Quins bancs centrals emergents hauran de seguir el rastre de la Fed?

Amb dues pujades en només tres mesos, el procés de normalització del tipus oficial de la Reserva Federal nord-americana (Fed) sembla ben encarrilat. Amb aquesta perspectiva, el debat sobre la tendència dels bancs centrals emergents a replicar les decisions del banc central nord-americà torna a un primer pla per les implicacions que podria tenir per als actius financers emergents i, en general, per a l'activitat econòmica dels països en qüestió. Però no tots els països emergents estan condemnats a seguir la Fed en el seu procés de normalització.

Després dels diversos episodis de crisis dels anys vuitanta i noranta, diversos països emergents van decidir implementar reformes estructurals per reduir la seva vulnerabilitat als xocs externs. En particular, l'adopció d'un tipus de canvi flexible va ser una de les mesures clau que es va implementar a partir del final dels anys noranta a molts països.

El manteniment d'un tipus de canvi fix pot ser útil en països emergents que volen impulsar el comerç exterior, ja que, en reduir-se la incertesa sobre el tipus de canvi, poden ser més atractius per als inversors internacionals. No obstant això, per mantenir el tipus de canvi fix, en general amb el dòlar, els bancs centrals es veien forçats a seguir el rastre de la Fed, la qual cosa, en alguns casos, els va empènyer a implementar unes condicions monetàries que no eren les més apropiades per a les seves economies.

Així, després de la liberalització dels tipus de canvi a molts països emergents, ara la pressió perquè segueixin la Fed hauria de ser menor. No obstant això, a diversos països, es continua observant un cert seguidisme de la política monetària nord-americana. En concret, aquest patró s'observa a molts dels països que presenten un dèficit per compte corrent. Aquests països són més dependents dels fluxos de finançament internacional, i, per tant, malgrat que disposin d'un tipus de canvi flexible, en els últims anys, els respectius bancs centrals han anat augmentant els tipus d'interès oficials per evitar depreciacions intenses de la seva moneda i continuar sent atractius per als inversors internacionals.

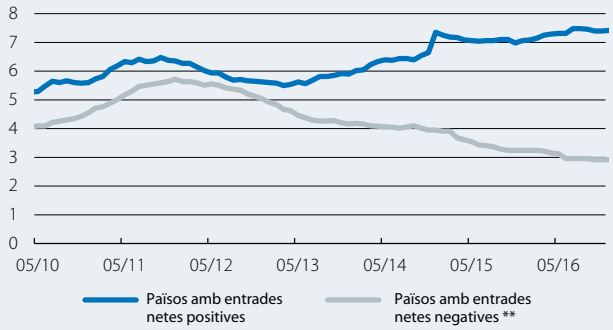
Segons un estudi de la Reserva Federal de Dallas,[1] aquest tipus d'accions s'ha concentrat als països emergents que, en els últims anys, han presentat una entrada neta de capitals en deute. En canvi, als països en què les entrades de capitals s'han centrat en un altre tipus d'inversions, com la inversió estrangera directa, no s'observa aquest patró. La raó: la inversió en deute, ja sigui sobirana o corporativa, és molt més líquida i, per tant, més susceptible als canvis en el sentiment inversor. En canvi, la inversió estrangera directa se sol fer amb una visió a més llarg termini.

Així, segons l'estudi de la Reserva Federal de Dallas, els bancs centrals dels països emergents que van presentar entrades netes de capitals en deute el 2014 tenen una major sensibilitat a una pujada del *fed funds* (vegeu el segon gràfic). Per exemple, s'estima que una pujada de 100 p. b. del *fed funds* es tradueix, *ceteris paribus*, en una pujada del tipus de referència de 27 p. b. a Turquia, un país molt depenent de les entrades de capitals en deute. A l'altre costat de l'espectre, a Hongria, un augment del *fed funds* de la mateixa magnitud es tradueix en una pujada del tipus de referència de 16 p. b.

En els propers trimestres, per tant, caldria esperar una major propensió a apujar els tipus d'interès per part dels bancs centrals de països com Turquia, Rússia o Sud-àfrica, que, en els últims anys, han mostrat entrades importants d'inversió en deute.

*Tipus oficials dels bancs centrals emergents en funció de les entrades netes en deute **

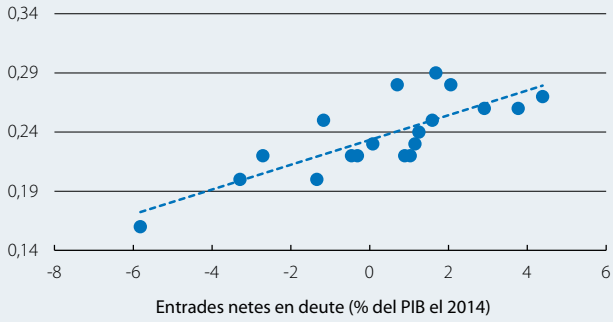
(%)



Notes: ** Mitjana simple del tipus oficial agrupat en funció de les entrades netes de capitals en deute (2014). ** Les entrades netes negatives indiquen les desinversions.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de la Reserva Federal de Dallas.*

Impacte d'una pujada del fed funds *sobre els tipus de referència emergents **

Coeficient de sensibilitat del tipus oficial del banc emergent



Nota: ** L'eix vertical indica l'impacte en p. b. d'una pujada de 100 p. b. del* fed funds *sobre el tipus de referència del banc central emergent.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de la Reserva Federal de Dallas.*

1. Scott Davis, J. (2016), «Emerging-Market Debtor Nations Likely to Follow Fed Rate Boosts», Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Letter.

FOCUS · La salut del sector corporatiu als EUA, clau per a l'estabilitat financera

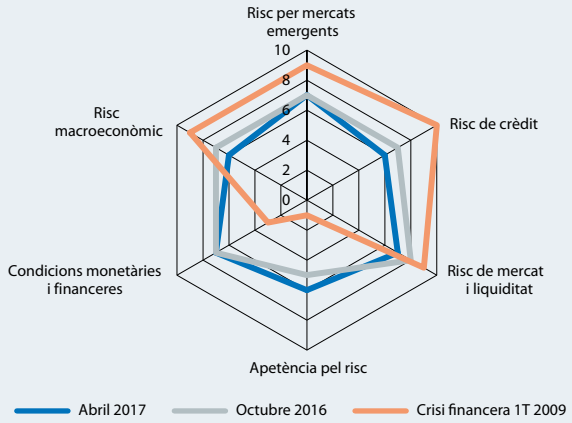
El passat mes d'abril, el Fons Monetari Internacional (FMI) va publicar un nou volum de l'informe sobre l'estabilitat financera global, en què repassa l'evolució dels mercats financers i els principals riscos per al seu correcte funcionament. D'una banda, l'FMI destaca que l'estabilitat financera ha millorat, gràcies, en gran part, als menors riscos macroeconòmics, derivats d'unes dades d'activitat i de confiança que, en els últims mesos, han estat globalment positives. Però, de l'altra, l'FMI assenyala que els riscos es mantenen elevats. Per a les economies avançades, l'FMI destaca l'elevada incertesa política. Per a les economies emergents, l'informe subratlla, com un dels principals focus de risc, l'impacte que podria tenir un enduriment sobtat de les condicions financeres internacionals.

A més a més, l'FMI posa l'accent, principalment, en l'augment de la vulnerabilitat del sector corporatiu nord-americà i en l'impacte que podrien tenir algunes de les mesures plantejades per l'Administració Trump. En concret, una de les mesures a les quals fa referència l'informe és l'ambiciosa reforma tributària que el president Trump va plantejar durant la campanya electoral i de la qual va presentar un primer esborrany al final d'abril, en què destaca, per exemple, la voluntat de retallar el tipus impositiu de l'impost de societats del 35% actual al 15%. Segons les estimacions de l'FMI, el conjunt de mesures fiscals que ha anat esbossant l'Administració Trump podria comportar un augment important dels beneficis empresarials, la qual cosa hauria d'afavorir la reactivació de la inversió empresarial.

No obstant això, l'FMI també assenyala que la posició financera del sector corporatiu nord-americà s'ha deteriorat notablement en els últims anys. Exemples d'aquest deteriorament són l'empitjorament de la qualitat dels actius, l'augment de les rebaixes dels *ratings* en diversos sectors i un elevat grau de palanquejament de les empreses de l'S&P 500, que ja voreja màxims històrics. Tot plegat apunta, segons el Fons, a un canvi del cicle de beneficis empresarials als EUA, que es podrien orientar cap a una fase de desacceleració. Si es produeix aquesta desacceleració, es donaria en un context d'augment del palanquejament i de la proporció d'ingressos destinats a pagar el cost del deute, el qual, malgrat els baixos tipus d'interès, es manté en màxims des del 2010.

En aquest entorn delicat, les polítiques fiscals expansives de Trump podrien tenir efectes poc desitjables per al sector corporatiu. Atès que l'economia es troba molt a la vora de la plena ocupació, és probable que un impuls fiscal com el plantejat estimuli el creixement menys del previst i que, en canvi, pugui generar majors pressions inflacionistes. Això, al seu torn, forçaria la Fed a apujar el tipus d'interès més ràpidament, la qual cosa provocaria un repunt del cost del deute i podria dificultar el funcionament d'una part significativa del sector corporatiu. Així, l'FMI estima que al voltant del 20% de les empreses nord-americanes tenen, actualment, un marge de maniobra molt baix[1] per afrontar el pagament dels interessos, de manera que serien sensibles a un enduriment més intens del previst de les condicions financeres. Això podria comportar un augment substancial de les primes de risc corporatives. Així i tot, cal matisar que una bona part de les empreses afectades per aquesta tessitura delicada es limiten a uns sectors molt concrets, el sector energètic, l'immobiliari i el de serveis bàsics.

Estabilitat financera global: riscos i condicions



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

1. La capacitat per afrontar els interessos contrets es mesura com la ràtio entre els beneficis i els interessos. Les empreses amb una ràtio inferior a dos són les que estan en una situació vulnerable.

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	28-abr	31-mar	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	–0,33	–0,33	0	–1,0	–7,8
Euríbor 12 mesos	–0,12	–0,11	–1	–3,8	–10,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,73	–0,72	–1	7,1	–23,7
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,73	–0,74	1	3,6	–24,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,32	0,33	–1	11,2	4,9
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,65	1,67	–2	26,6	5,7
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	133	134	–1	15,4	0,9
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,00	1,00	0	25,0	50,0
Líbor 3 mesos	1,17	1,15	2	17,2	53,3
Líbor 12 mesos	1,77	1,80	–3	8,4	54,1
Deute públic a 1 any	1,06	1,02	4	24,9	51,0
Deute públic a 2 anys	1,26	1,25	1	7,2	47,8
Deute públic a 10 anys	2,28	2,39	–11	–16,4	44,7

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

	28-abr	31-mar	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	67	74	–8	–5,8	–6,2
Itraxx Financer Sènior	74	89	–14	–19,1	–15,3
Itraxx Financer Subordinat	167	193	–25	–54,1	–34,3

Tipus de canvi

	28-abr	31-mar	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
$/€	1,090	1,065	2,3	3,6	–4,9
¥/€	121,530	118,670	2,4	–1,2	–0,3
£/€	0,841	0,849	–0,8	–1,4	7,4
¥/$	111,490	111,390	0,1	–4,7	4,7

Primeres matèries

	28-abr	31-mar	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	424,5	431,0	–1,5	0,3	1,6
Brent ($/barril)	51,7	52,8	–2,1	–9,0	7,5
Or ($/unça)	1.268,3	1.249,4	1,5	10,1	–1,9

Renda variable

	28-abr	31-mar	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.384,2	2.362,7	0,9	6,5	15,4
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.559,6	3.500,9	1,7	8,2	17,5
Ibex 35 (Espanya)	10.715,8	10.462,9	2,4	14,6	18,7
Nikkei 225 (Japó)	19.196,7	18.909,3	1,5	0,9	15,2
MSCI emergents	978,0	958,4	2,0	13,4	16,4
Nasdaq (EUA)	6.047,6	5.911,7	2,3	12,3	26,6

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

CONJUNTURA · Una arrencada d'any esperançadora

El tram inicial del 2017 comença amb força. Els indicadors d'activitat relatius al 1T 2017 suggereixen que l'acceleració del creixement mundial, en marxa des de la segona meitat del 2016, continuarà. Malgrat que, ara com ara, la major part de les dades disponibles són les anomenades qualitatives, és a dir, basades en enquestes a consumidors i a empreses, si es compleix la relació observada històricament, caldria esperar un increment mundial del 3,4% en el 1T 2017, 2 dècimes per damunt del 4T 2016. Així mateix, cal destacar que el repunt del creixement és força sincronitzat i que afecta tant les economies avançades com les emergents. Aquest bon inici d'any ha arribat acompanyat d'una alça gens menyspreable de la inflació a nivell mundial, que ha saltat 4 dècimes percentuals entre el 4T 2016 i el 1T 2017. Es tracta, en gran part, del resultat de l'efecte de base dels preus energètics (el petroli està en nivells el 16% més alts que els d'un any enrere).

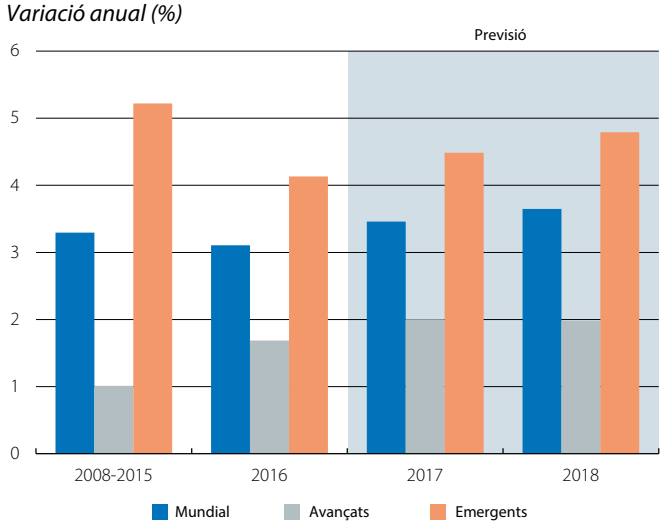
I, no obstant això, el balanç de riscos continua esbiaixat cap a un eventual menor creixement. Malgrat el bon inici d'any, l'horitzó no està lliure de riscos a la baixa. Entre els de naturalesa estrictament econòmica, cal destacar-ne, potser, dos: el nivell creixent del deute global i l'impacte de l'enduriment de les condicions financeres internacionals als emergents amb més vulnerabilitats exteriors. Així mateix, es mantenen oberts els focus d'incertesa de naturalesa política (el proteccionisme, el populisme i els riscos geopolítics). Aquest doble diagnòstic, que combina un inici d'any positiu en termes de creixement amb la presència de riscos potencialment elevats, és àmpliament compartit pels analistes. Com a mostra, en les recents previsions de primavera, l'FMI reconeix aquesta ferma arrencada, que es tradueix en una revisió a l'alça del creixement mundial previst per al 2017 (fins al 3,5%). Aquesta dinàmica és deguda, segons el Fons, al fet que els avançats evolucionen més positivament del previst. Malgrat tot, cal assenyalar que l'expansió d'emergents com la Xina i Rússia també ha estat revisada a l'alça. Els riscos a la baixa que l'FMI destaca són els de naturalesa política, el proteccionisme, l'impacte de la normalització de la Fed sobre certs emergents i el deute de la Xina.

ESTATS UNITS

Una ensopegada de creixement en el 1T 2017. En aquest trimestre, l'augment del PIB va ser del 0,2% intertrimestral, enfront del 0,5% del 4T 2016. En taxes interanuals, l'avanç va ser de l'1,9%, similar al 2,0% anterior. La pèrdua de ritme econòmic ha estat deguda, fonamentalment, a l'afebliment del consum privat i, en menor mesura, a la variació d'existències. En canvi, la inversió va créixer de forma apreciable. Per a l'observador avesat, la frenada del creixement és una dada sorprenent, tenint en compte que els indicadors mensuals disponibles suggerien un ritme de creixement més elevat. La paradoxa és deguda, de fet, a dues circumstàncies atípiques, una pròpia dels EUA i una altra d'abast més general. La primera és idiosincràtica dels primers trimestres de cada any als EUA. Segons ho reconeix l'institut

PIB mundial

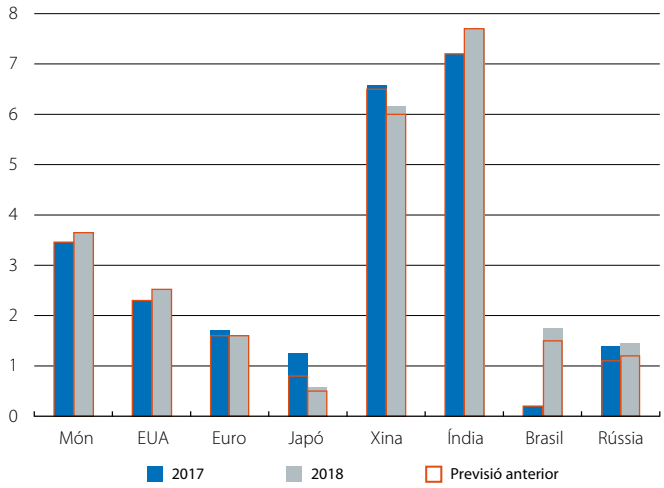
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

FMI: previsions del PIB per al 2017 i el 2018

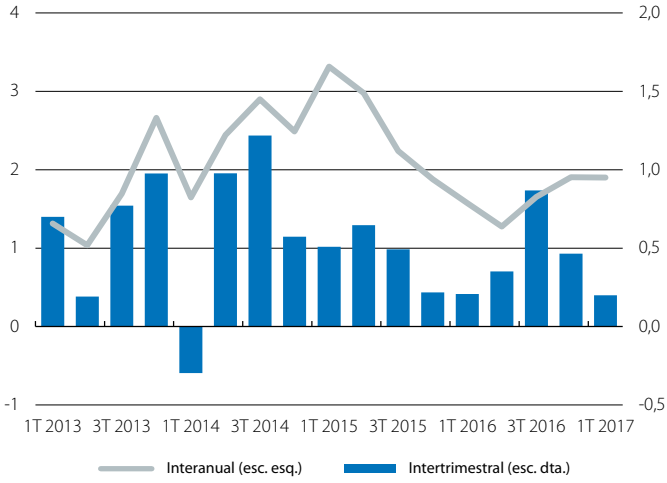
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2017).*

EUA: PIB

Variació (%) *Variació (%)*



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

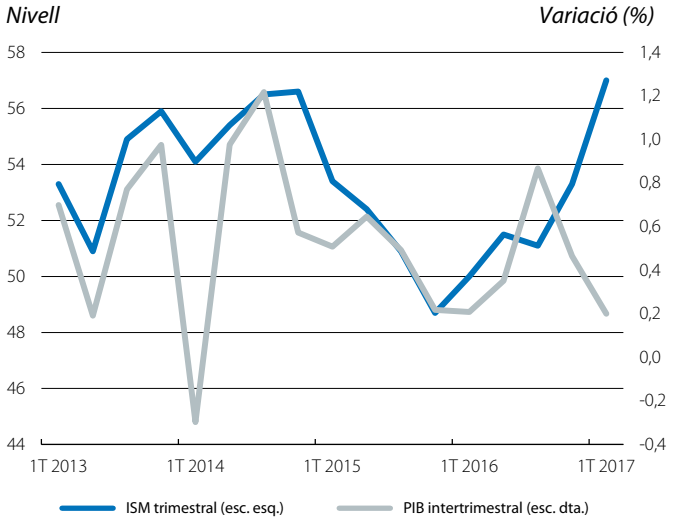
estadístic del país (BEA, per les sigles en anglès), existeix un problema de desestacionalització de la sèrie del PIB, que provoca que el seu nivell sigui, de forma reiterada, més baix en el 1T i més alt en els dos següents. El problema de la desestacionalització ha anat acompanyat d'una circumstància que, a vegades, es produeix (i no solament als EUA): la discrepància existent, en ocasions, entre les dades de confiança i les xifres de creixement efectivament produïdes (el que, seguint la denominació en anglès, és la divergència entre dades *soft* i *hard*). En concret, els indicadors soft han mostrat una tendència a l'alça que no s'ha correspost plenament amb el creixement del PIB.

Quina és la direcció que cal esperar per als propers trimestres? Malgrat la desacceleració del creixement registrada en el 1T, cal esperar que els efectes atípics esmentats més amunt deixin d'operar en els trimestres següents. En particular, CaixaBank Research preveu una millora del creixement, gràcies, fonamentalment, a la superació de l'ensopegada del consum privat, que continuarà tenint el suport d'unes condicions de crèdit encara acomodatícies i, en especial, d'un mercat de treball favorable. En aquest sentit, cal recordar que, al març, es van crear 98.000 llocs de treball. Tot i que es tracta d'un registre inferior al dels mesos anteriors, atesa la maduresa del cicle en què es troba l'economia nord-americana, és una dada significativa, ja que s'apropa al nivell de creació d'ocupació mensual que la presidenta de la Fed, Janet Yellen, considera d'equilibri sota plena ocupació. Així mateix, la taxa d'atur va recular lleugerament fins al 4,5% i els salaris van avançar un considerable 2,7% interanual.

La inversió empresarial i residencial també contribuirà a l'expansió econòmica. Al costat d'aquests factors de suport al consum, cal esmentar que la bona marxa del sector immobiliari i la millora de la inversió empresarial seran factors addicionals d'impuls del creixement. En definitiva, si es concreta l'escenari nord-americà tal com preveiem, els EUA creixeran el 2,2% el 2017, enfront de l'1,6% del 2016. El proper any, el 2018, operaran en unes coordenades una mica diferents, ja que hauria de ser un exercici en què la política fiscal expansiva de la nova Administració, que hauria de començar a prendre forma en els propers mesos, impulsés la progressió. Ara com ara, la Casa Blanca ha presentat una proposta per a la reducció dels tipus impositius a les empreses (del 35% al 15%) i a les persones, en especial les de rendes més altes. Aquestes previsions favorables s'han de prendre amb un punt de cautela, ja que els riscos en el quadre macro continuen sent importants, a causa de la incertesa que plana sobre les polítiques de l'Administració nord-americana (impuls fiscal, proteccionisme i tensions diplomàtiques), la capacitat per implementar-les de la qual no s'acaba d'aclarir.

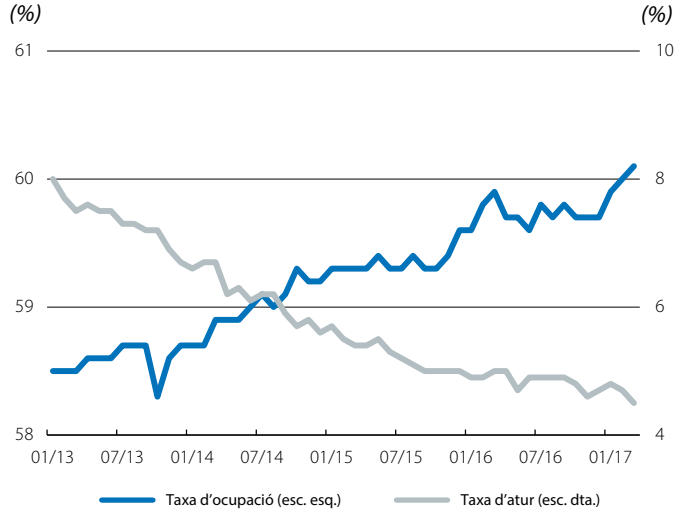
En aquest context, complex, es preveu que la Fed mantingui el rumb apuntat en les últimes reunions. Específicament, CaixaBank Research preveu un escenari de política monetària amb dues pujades addicionals el 2017 (al juny i al setembre), l'anunci del cessament gradual de la reinversió de venciments en el 4T 2017 i tres pujades més el 2018. La relativa sorpresa de la inflació del març, més baixa del que s'esperava, cal interpretar-la com un fenomen puntual que no altera l'evolució de fons dels preus.

EUA: PIB i indicador d'activitat ISM



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

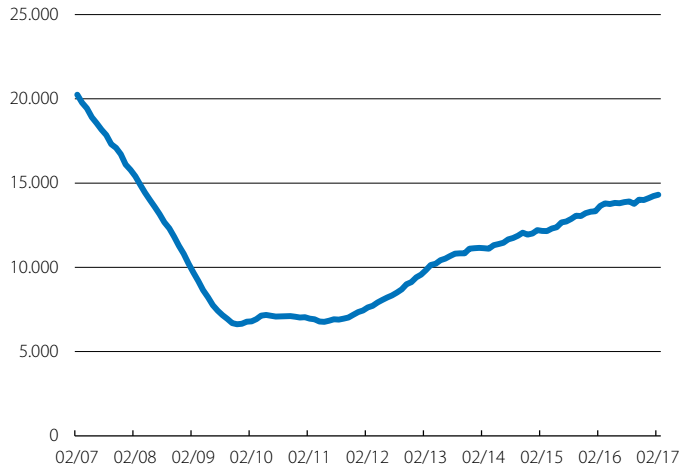
EUA: mercat laboral



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

EUA: habitatges iniciats

Acumulat de 12 mesos (milers)



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

EMERGENTS

Activitat econòmica a l'alça a les economies emergents. Malgrat que els dubtes sobre una possible discrepància entre els indicadors *hard* i *soft* també afecten els emergents, i, per tant, cal interpretar-los amb prudència, els indicadors de sentiment econòmic apunten a una acceleració del ritme d'activitat gairebé generalitzada durant el 1T 2017. D'acord amb aquesta millora de la tracció econòmica, les entrades de capitals cap als emergents s'han continuat recuperant i inclouen una millora notòria dels fluxos de capitals cap a la Xina.

La Xina sorprèn positivament, però els riscos continuen sent alts. El creixement del 1T 2017 va ser superior al previst i es va situar en el 6,9% interanual, 1 dècima per damunt del registre del 4T 2016. Aquesta xifra justifica que CaixaBank Research revisi a l'alça el creixement del 2017, del 6,4% al 6,6% (en línia amb l'objectiu que l'Assemblea Nacional Popular va anunciar al març), i del 2018, del 5,9% al 6,1%. Aquesta lleugera millora de l'escenari no tempera els dubtes existents sobre un conjunt de riscos (deute empresarial excessiu, *shadow banking*, bombolla immobiliària, etc.). La inflació, per la seva banda, continua en cotes baixes i es va situar en el 0,9% al març (el 0,8% al febrer), a causa de la caiguda dels preus dels aliments.

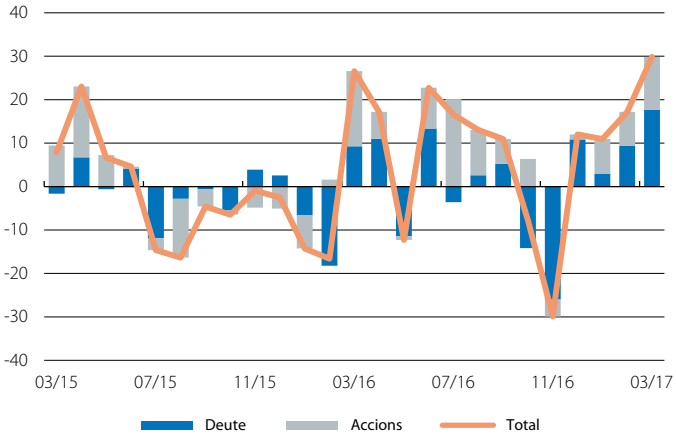
El Brasil i Rússia, dues formes diferents de transitar per una recessió. Així, al Brasil, les dades suggereixen que la sortida de la profunda recessió del 2014-2016 continua sent lenta. Així i tot, aquesta evolució mediocre va acompanyada d'una caiguda de la inflació més forta del que s'esperava (a causa de l'efecte combinat del descens dels preus fixats administrativament i dels aliments) i de bones perspectives per a la reforma de la Seguretat Social (millora de la sostenibilitat del sistema de pensions). A Rússia, en canvi, el creixement del PIB es va situar en el 0,3% interanual en el 4T 2016, significativament per damunt del que s'esperava (la caiguda anual del PIB va ser del 0,2%, clarament inferior al –2,8% del 2015). Així i tot, i malgrat la millora de les perspectives a curt termini que comporta el final del 2016, les perspectives a mitjà termini no són bones (a causa de la combinació de sancions, incertesa geopolítica i dependència del petroli i del gas).

Mèxic creix més del previst en el 1T 2017. Malgrat que es manté la incertesa sobre l'impacte que, finalment, tindrà la nova política nord-americana a Mèxic (immigració i revisió del NAFTA), el creixement del 1T va ser un dinàmic 0,6% intertrimestral (el 2,5% interanual), per damunt del que s'havia previst. En aquesta mateixa tònica positiva, Moody's, malgrat que va situar el *rating* del país en revisió, va optar, finalment, per mantenir la qualitat creditícia.

Turquia entra en *terra incognita* (institucional). En el 4T 2016, el PIB va avançar el 3,5% interanual, molt per damunt del que s'havia previst, de manera que, el 2016, el creixement va assolir el 2,9%. També va sorprendre a l'alça l'evolució de la inflació, en aquest cas durant el 1T 2017, a causa de l'augment combinat dels preus de l'energia i dels aliments. No obstant això, l'aspecte que ha suscitat més atenció ha estat el referèndum constitucional, el resultat favorable a la nova Carta Magna del qual redueix la incertesa política a curt termini, però obre un període de canvi institucional amb pocs precedents.

*Entrades de capital cap als emergents **

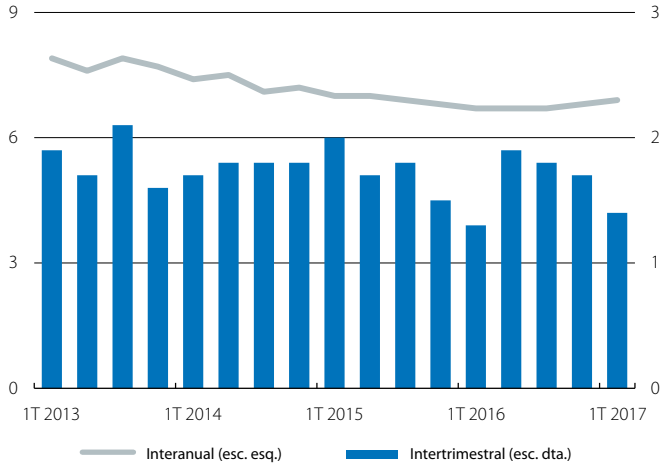
(Milers de milions de dòlars)



Nota: ** Fluxos de cartera (deute i accions). Països inclosos: Brasil, Xile, Xina, Índia, Indonèsia, Mèxic, Polònia, Rússia, Sud-àfrica i Turquia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

Xina: PIB

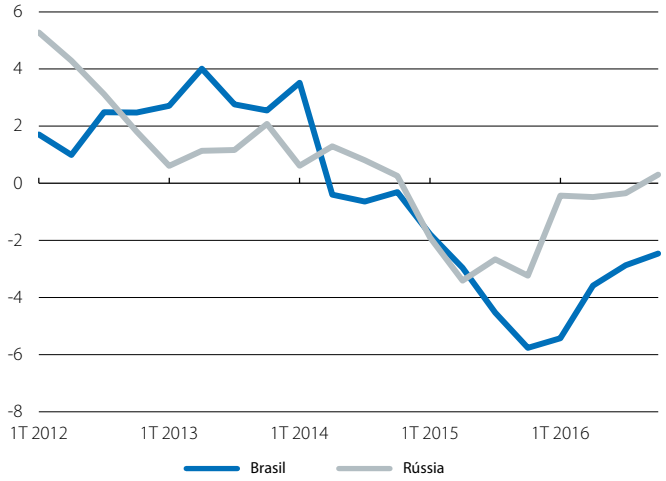
Variació (%) *Variació (%)*



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

Brasil i Rússia: PIB

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades dels instituts nacionals d'estadística.*

FOCUS · Deute emergent i desfasament canviari: una combinació que cal vigilar

Al final del 2007, el deute privat (d'empreses no financeres i de llars) del conjunt d'emergents de referència es va situar en el 85% del PIB. Al final del 2016, la xifra s'havia multiplicat per 1,5 i assolia el 134,8%. Un tret distintiu d'aquest augment és el recurs a l'endeutament en divisa estrangera, ja que les empreses han aprofitat les folgades condicions financeres internacionals per finançar-se en «monedes fortes». Així, de mitjana, al final del 2016, el 44% del deute empresarial emergent estava denominat en divisa estrangera.[1]

Això és un problema? No, mentre no es produeixi en un grau elevat el que s'anomena desfasament canviari (*currency mismatch*, en anglès). Aquest desfasament es dóna quan un actor econòmic té els seus actius i passius, o cobra i paga, en divises diferents. Habitualment, el problema es genera als emergents davant depreciacions substantives de la moneda local, una situació que fa que atendre les seves obligacions amb els prestadors o amb els proveïdors en moneda estrangera sigui més car. A nivell agregat, una bona forma d'aproximar quantitativament el fenomen del desfasament canviari és sumar els passius exteriors nets en moneda estrangera dels bancs, de les empreses i de les llars i dividir-ho per les exportacions. Es tracta, en definitiva, d'identificar si el deute internacional està «cobert» per prou actius exteriors en moneda estrangera o per un flux d'entrada de divises adequat.

Doncs bé, utilitzant una variant del mesurament anterior, es constata que, al final del 2016, alguns emergents es trobaven en situació d'intens desfasament canviari (vegeu el gràfic adjunt). En concret, existia un desequilibri important a Turquia (els passius exteriors nets superaven els cobraments per exportacions) i una mica menor, però encara elevat, al Brasil, a Xile i a Colòmbia.[2] A aquests quatre països, l'elevat nivell actual deriva d'un fort augment del desfasament canviari des del 2008. Aquestes xifres serveixen per posar sota sospita una idea recurrent, la que afirma que els exportadors de primeres matèries es beneficien d'una cobertura «natural», ja que els esmentats països sud-americans són productors internacionals d'aquestes matèries i, malgrat tot, pateixen desfasament canviari.

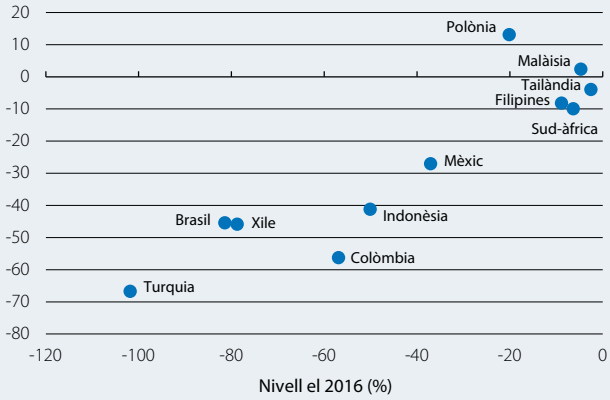
En aquest punt de la discussió, s'acostuma a rebaixar l'alerta recordant que les empreses disposen de la capacitat de cobertura de risc canviari amb l'ús d'instruments financers. La veritat és que, fins i tot en empreses afectades potencialment pel desfasament canviari, la utilització de cobertures financeres seria menor del que es podria esperar. Per exemple, un estudi recent del Banc Central del Brasil constata que, del total de deute empresarial en divises, el 35,5% l'acumulaven exportadors; el 17,5%, no exportadors amb cobertures financeres, i el 47% restant no gaudia de cap cobertura, ni «natural» ni financera.

En definitiva, el risc existeix, i si no se li para més atenció és, probablement, perquè la majoria de divises emergents han experimentat apreciacions notables des del començament de l'any (o fins i tot abans, en casos com el real brasiler). No obstant això, si aquesta tendència es reverteix, es veurà –parafrasejant el financer Warren Buffett– qui du vestit de bany i qui no, una incòmoda tessitura que només s'albirarà quan la marea baixi.

Economies emergents: desfasament canviari *

*Diferència entre el 2008 i el 2016 ***

(p. p.)



Notes: ** Calculat com la suma d'actius exteriors nets dels bancs, de les empreses i de les llars més el deute internacional de les empreses dividit per les exportacions de béns i serveis.*
Clau d'interpretació: com més negatiu, més desfasament canviari.
*** Per a Polònia, variació del 2011 al 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Oxford Economics.*

1. El recurs al finançament en divises per part de les famílies és molt menys habitual. Així i tot, cal esmentar l'excepció de Polònia, on el 43% del deute de les llars és en divisa estrangera.
2. El desfasament anterior es calcula amb la suma de tres grups: i) els actius exteriors nets dels bancs nacionals; ii) la diferència entre els préstecs dels bancs internacionals a les llars i a les empreses no financeres menys els seus dipòsits en aquestes entitats, i iii) les emissions internacionals de deute de les empreses no financeres. Aquesta suma es divideix per les exportacions de béns i serveis. Quan es dóna el desfasament, el quocient té signe negatiu, i, com més gran sigui aquest desequilibri, més negativa serà la xifra. Es tracta d'un mesurament similar al calculat pel Banc Internacional de Pagaments (vegeu Chui, M. *et al.*, 2016, «A new dimension to currency mismatches in the emerging markets: non-financial companies», BIS Working Papers, 550).

FOCUS · El creixement s'accelera als emergents, la inflació, no

En els últims anys, el motor del creixement a nivell global s'ha situat als països emergents. Mentre que les economies avançades van entrar en recessió l'any 2009, i posteriorment han mostrat una recuperació relativament modesta, les economies emergents van mantenir un ritme de creixement més que notable, tot i que s'ha alentit des del 7,4% del 2010 al 4,1% del 2016. Paral·lelament a aquesta desacceleració gradual del creixement emergent, la taxa d'inflació també ha presentat una moderada tendència a la baixa i ha passat del 5,6% del 2010 al 4,4% de l'any passat. Ara que tot fa pensar que el ritme de creixement dels països emergents s'accelerarà en els propers anys, ho farà també la inflació?

Segons les previsions de l'FMI, no. Malgrat que s'espera que l'acceleració prevista del creixement per als propers anys sigui notable, ja que es podria acostar al 5,0% el 2019, la institució pronostica que, als països emergents, la inflació continuarà reculant. Per entendre els factors subjacents a les perspectives d'inflació, és molt útil repassar breument els factors cíclics i els factors de fons que condicionen l'evolució de la inflació als països emergents.

Una de les eines més utilitzades pels economistes per analitzar la inflació al llarg del cicle econòmic és la corba de Phillips, que relaciona la inflació d'una economia amb la seva bretxa de producció (diferència entre el PIB observat i el PIB potencial). La taxa d'inflació sol ser estable quan el PIB observat és igual al potencial, mentre que les desviacions del PIB observat per damunt del potencial solen generar pressions inflacionistes (desinflacionistes en cas contrari). No obstant això, des del començament del nou mil·lenni, sembla que aquesta relació ha perdut força als països emergents (vegeu el segon gràfic). Així, malgrat que la bretxa de producció del conjunt de països emergents s'ha reduït en els últims anys, la inflació no ha repuntat.

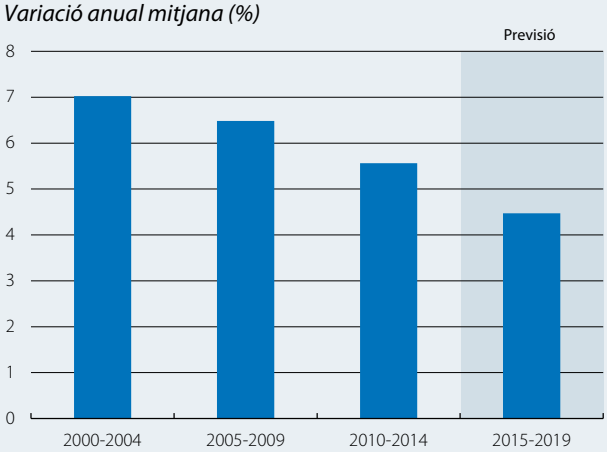
Un dels factors que explica aquesta menor sensibilitat de la inflació al cicle econòmic és la globalització. L'augment del comerç internacional facilita l'accés a un mercat de béns cada vegada més ampli, la qual cosa provoca una certa convergència de preus a nivell global i, sobretot, una major importància de la bretxa de producció a nivell mundial en detriment de la domèstica en l'evolució dels preus.[1]

Altres factors fonamentals que expliquen la menor sensibilitat cíclica de la inflació als països emergents i la seva tendència a la baixa des de fa dècades són la major independència dels bancs centrals i el fixament d'objectius d'inflació. A més a més, la millora de la credibilitat dels bancs centrals ha permès que les expectatives d'inflació dels agents s'hagin ajustat a la baixa i siguin més estables, la qual cosa també explica que, al llarg del cicle econòmic, la inflació fluctuï menys, ja que els anomenats efectes de segona ronda són menors.[2]

Finalment, per entendre les moderades perspectives d'inflació dels països emergents, també cal esmentar dos factors de fons globals, que afecten els països emergents i els avançats. Primer, les previsions actuals fan pensar que el preu de les primeres matèries, i el del petroli en particular, mantindrà una tendència alcista moderada en els propers anys. I, segon, el desenvolupament de les noves tecnologies, l'anomenada Quarta Revolució Industrial, que pot permetre una millora de la productivitat que redueixi les pressions inflacionistes.

Inflació als països emergents

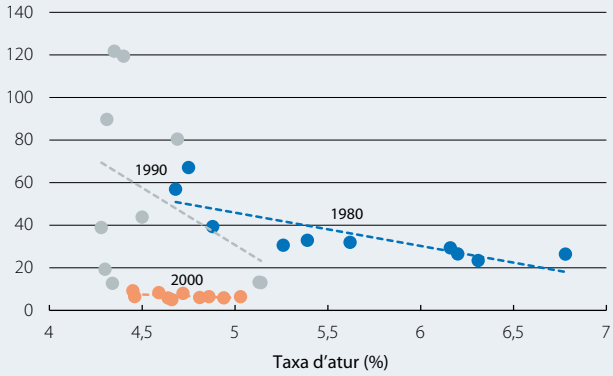
Variació anual mitjana (%)



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

Corba de Phillips dels països emergents

Inflació (%)



Nota: *Inflació i taxa d'atur mitjana per al conjunt de països emergents a cada moment del temps. Dades anuals.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i d'Oxford Economics.*

1. Vegeu l'article «Creixement sense inflació: què ens diu la corba de Phillips?», del Dossier de l'IM02/2015.

2. Els efectes de segona ronda es produeixen quan els agents modifiquen les expectatives d'inflació i aquest ajust afecta, al seu torn, l'evolució dels preus en l'actualitat. Per exemple, pot influir en la negociació dels salaris entre empresaris i treballadors.

PRINCIPALS INDICADORS

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

ESTATS UNITS

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Activitat									
PIB real	2,6	1,6	1,6	1,3	1,7	2,0	–	1,9	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,8	3,9	4,3	3,4	3,4	4,5	3,4	3,6
Confiança del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	96,0	94,8	100,7	107,8	111,6	116,1	124,9
Producció industrial	–0,7	–1,2	–2,2	–1,3	–1,2	–0,1	0,0	0,3	1,5
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	50,0	51,5	51,1	53,3	56,0	57,7	57,2
Habitatges iniciats *(milers)*	1.108	1.176	1.151	1.159	1.145	1.248	1.241	1.303	1.215
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	179	189	186	188	188	192	195	197	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,3	4,9	4,9	4,9	4,9	4,7	4,8	4,7	4,5
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,4	59,7	59,8	59,7	59,8	59,7	59,9	60,0	60,1
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,7	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	...
Preus									
Preus de consum	0,1	1,3	1,1	1,0	1,1	1,8	2,5	2,7	2,4
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,0

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Activitat									
PIB real	1,2	1,0	0,4	0,9	1,1	1,6	–	...	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	41,3	41,2	42,1	42,2	43,1	43,2	43,9
Producció industrial	–1,2	–0,2	–3,1	–1,5	1,0	2,8	1,5	6,7	3,3
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	7,0	6,0	6,0	6,0	10,0	–	12,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,2	3,2	3,0	3,1	3,0	2,8	2,8
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	–0,2	0,1	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0
Preus									
Preus de consum	0,8	–0,1	0,0	–0,3	–0,5	0,3	0,5	0,2	0,2
Preus de consum subjacent	1,0	0,4	0,6	0,6	0,2	0,1	0,1	–0,1	–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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Activitat									
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,7	6,7	6,8	–	6,9	–
Vendes al detall	10,7	10,4	10,3	10,2	10,5	10,6	9,5	9,5	11,0
Producció industrial	6,1	6,0	5,9	6,1	6,1	6,1	6,3	6,3	0,0
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	49,5	50,1	50,2	51,4	51,3	51,6	51,8
Sector exterior									
Balança comercial [1] *(valor)*	608	513	588	576	554	513	508	470	469
Exportacions	–2,3	–8,3	–14,3	–7,5	–7,0	–5,2	8,0	–1,5	16,1
Importacions	–14,2	–5,7	–14,1	–7,1	–4,7	2,1	16,7	38,0	20,2
Preus									
Preus de consum	1,4	2,0	2,1	2,1	1,7	2,2	2,5	0,8	0,9
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,3	6,6	6,5	6,5	6,7	6,8	6,9	6,9	6,9

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 · Enfortiment de l'economia de la zona de l'euro en un entorn amb riscos polítics

El creixement econòmic de la zona de l'euro es consolida malgrat la incertesa. Després de diversos anys d'avanç moderat i desigual a la zona de l'euro, la recuperació cíclica s'ha enfortit a la majoria de les seves economies. Les previsions de CaixaBank Research apunten a un creixement de la zona de l'euro de l'1,7% tant per al 2017 com per al 2018. En la mateixa línia, l'FMI preveu un creixement de la zona de l'euro de l'1,7% el 2017 i de l'1,6% el 2018 i reflecteix, així, una lleugera revisió a l'alça a la majoria d'economies de la zona de l'euro a la seva previsió del gener. La demanda interna a la zona de l'euro continua guanyant solidesa amb el suport del consum privat després de la recuperació gradual del mercat laboral i de la millora de la inversió empresarial. Així mateix, el sector exterior, recolzat en una major demanda global i en un euro més feble, augmenta el dinamisme. Ara com ara, alguns dels riscos polítics que, al començament del 2017, ennuvolaven l'horitzó es comencen a aclarir (resultats de les eleccions als Països Baixos i de la primera volta a França i menor suport a la ultradreta a Alemanya). Cal assenyalar, a més a més, que l'Eurogrup va arribar a un preacord amb Grècia per als desemborsaments següents del tercer programa de rescat i que, pel que sembla, les negociacions del *brexit* s'iniciaran de forma ordenada. No obstant això, encara queden diverses cites electorals als països del nucli de la zona de l'euro, la negociació amb Grècia encara no inclou les mesures d'alleujament del deute a llarg termini i s'espera que el procés de negociació del *brexit* serà llarg i complex. En aquest sentit, el 29 d'abril, els països de la UE-27 van fixar unànimement la seva posició negociadora enfront del Regne Unit i la forma en què tindran lloc les negociacions. Fins que no s'aclareixin els impactes de la sortida del Regne Unit per als ciutadans i per a les empreses i tots els drets i les obligacions que té el país per haver estat membre de la UE, no es passarà a una segona fase de discussió sobre el possible futur marc de relació entre el Regne Unit i la UE-27.

Els indicadors d'activitat auguren un major ritme de creixement en la primera meitat del 2017. Encara sense les dades de creixement del PIB del 1T per a la zona de l'euro, la majoria d'indicadors de sentiment econòmic apunten a una acceleració del ritme d'avanç de l'activitat. L'índex de sentiment empresarial compost (PMI) per a la zona de l'euro va avançar en els quatre primers mesos de l'any fins al seu nivell màxim des de l'abril del 2011, 56,7 punts, zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Així mateix, l'índex de sentiment econòmic (ESI) va assolir els 109,6 punts a l'abril, el nivell més elevat des de l'agost del 2007. A més a més, l'avanç dels indicadors d'activitat va ser generalitzat a les economies més grans de la zona de l'euro. Pel que fa a altres dades *hard* d'activitat, la producció industrial a la zona de l'euro va augmentar l'1,2% interanual al febrer, amb l'avanç destacat del 2,5% a Espanya, del 2,2% a Itàlia i de l'1,5% a Alemanya. A França, país del qual ja disposem

Zona de l'euro: previsions de l'FMI

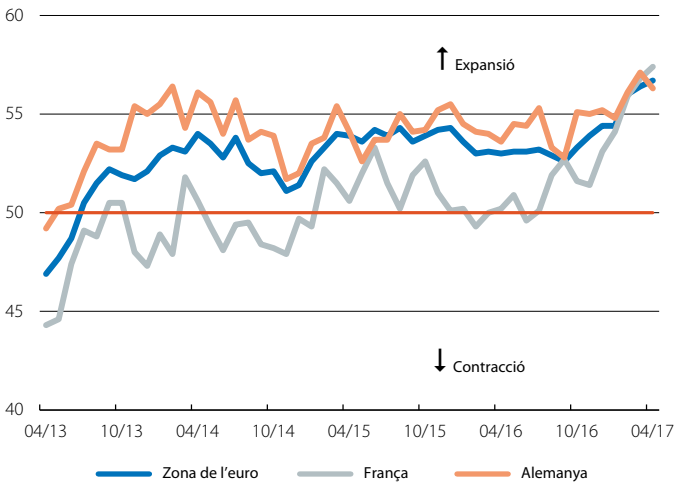
Variació anual (%)

	Previsió PIB			Variació en relació amb la previsió gener 2016	
	2016	2017	2018	2017	2018
Zona de l'euro	1,7	1,7	1,6	▲ 0,1	= 0,0
Alemanya	1,8	1,6	1,5	▲ 0,1	= 0,0
França	1,2	1,4	1,6	▲ 0,1	= 0,0
Itàlia	0,9	0,8	0,8	= 0,0	▲ 0,3
Espanya	3,2	2,6	2,1	▲ 0,3	= 0,0

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, abril del 2017).*

Indicador d'activitat PMI compost

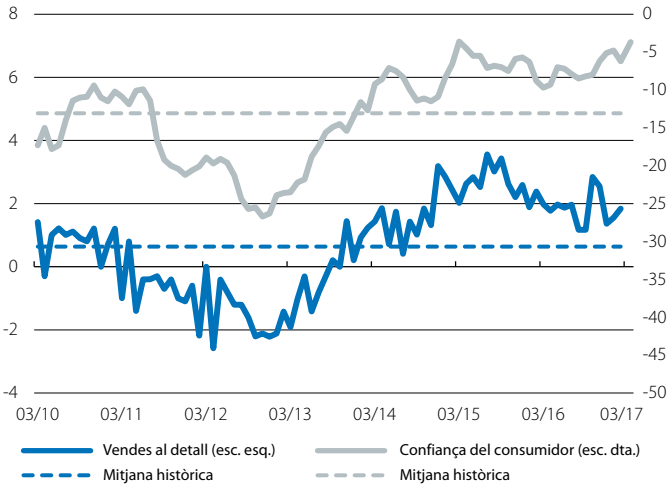
Nivell



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

Zona de l'euro: indicadors de consum

Variació interanual (%) *Nivell*



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

de les dades del PIB del 1T, l'activitat va avançar el 0,3% intertrimestral, una mica per sota del 0,5% del 4T 2016 (aquest últim revisat a l'alça 0,1 p. p.). Aquest menor ritme va ser degut, en part, a un alentiment del consum condicionat per factors estacionals (com un menor consum energètic després d'un hivern suau) i a un descens de les exportacions (en especial, en materials de transport). Així mateix, els indicadors d'activitat de l'abril apunten a una certa acceleració de l'activitat en el 2T.

El consum de les llars continua sent molt robust. En concret, les vendes al detall de la zona de l'euro van augmentar l'1,8% interanual al febrer (l'1,6% al gener), ritme clarament superior a la mitjana dels últims anys. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro va avançar durant els quatre primers mesos de l'any fins a assolir els –3,6 punts a l'abril, el nivell més alt des del març del 2015. El bon to del consum privat és un element que dóna solidesa al creixement de la zona de l'euro, un patró que, en els propers mesos, tindrà el suport de la millora del mercat laboral i d'unes condicions financeres acomodatícies.

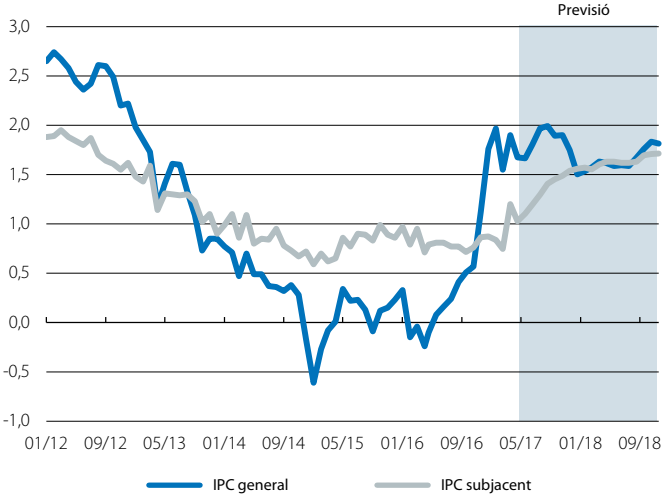
La inflació de la zona de l'euro es va normalitzant amb l'avanç de l'activitat. La inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), va avançar fins a l'1,9% a l'abril. Aquesta xifra es va situar 4 dècimes per damunt de la dada del mes anterior, a causa del fort repunt en els preus dels serveis per l'efecte calendari de Setmana Santa, que, el 2016, es va celebrar al març. Més enllà d'aquest factor puntual, esperem una recuperació gradual de la inflació general i de la subjacent en els propers mesos, gràcies a l'avanç de l'activitat, que comptarà amb el suport de les mesures d'estímul del BCE, que mantindrà el ritme previst de compres de bons (60.000 milions d'euros al mes) fins al desembre del 2017.

Les condicions financeres es mantenen acomodatícies. El programa de compres del BCE, segons l'enquesta sobre préstecs bancaris del 1T 2017, va millorar en els sis últims mesos la posició de liquiditat del sector bancari i les seves condicions de finançament, tot i que n'ha afectat la rendibilitat. En aquest entorn monetari lax, la demanda de crèdit en el 1T 2017 va continuar augmentant a tots els segments, segons la mateixa enquesta, i les entitats de crèdit esperen que continuï fent-ho en el 2T 2017. A més a més, els bancs van relaxar els criteris d'aprovació dels crèdits a les empreses i a les llars, en particular a Alemanya. Tot plegat indica que les condicions financeres continuaran donant suport a l'avanç de la demanda domèstica.

L'ajust fiscal de la zona de l'euro va prosseguir de manera gradual el 2016. En concret, el 2016, el dèficit públic de la zona de l'euro es va reduir, de mitjana, fins a l'1,5% del PIB, 0,6 p. p. per sota del nivell registrat el 2015 (el 2,1%). Per la seva banda, el deute públic al conjunt de la zona de l'euro es va situar en el 89,2% del PIB el 2016, un nivell elevat, tot i que gairebé 1 p. p. per sota del registre del 2015 (el 90,3% del PIB). Aquesta reducció gradual del deute públic, però, amaga situacions dispars entre països. En particular, als països amb elevats nivells de deute, com Itàlia, Portugal, Bèlgica, Espanya o França, l'endeutament públic s'ha mantingut gairebé estable o fins i tot ha

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

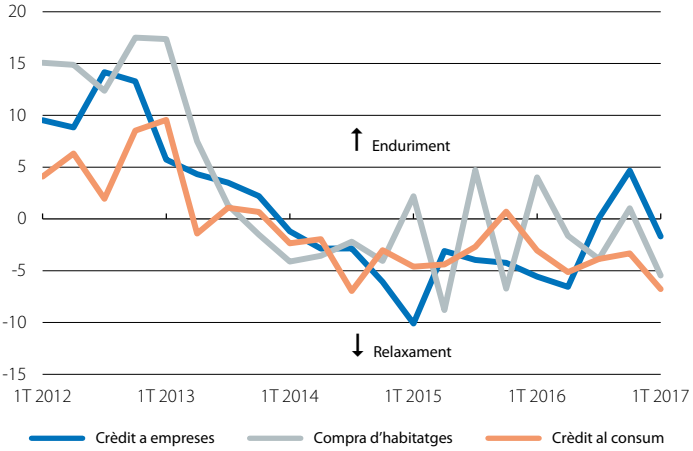
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: enquesta sobre préstecs bancaris

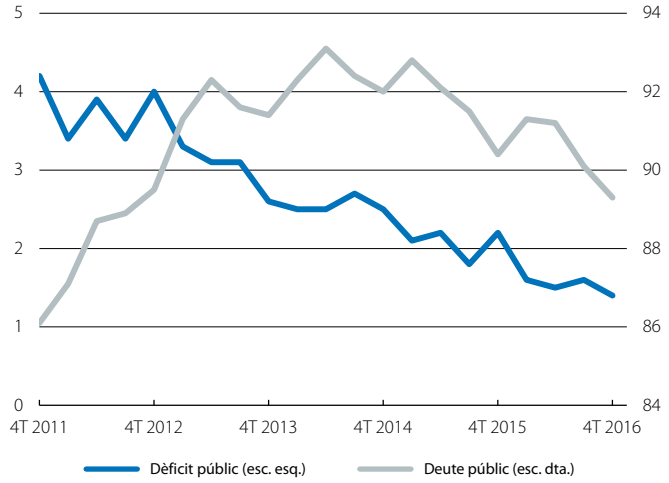
Entitats que endureixen (+) o relaxen (–) els criteris d'aprovació dels préstecs (% net)



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

Zona de l'euro: dèficit i deute públic

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



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

augmentat. És important, però, que aquests països redueixin de manera més ferma el deute fins a nivells més sostenibles abans del proper cicle de crisi econòmica.

PORTUGAL

L'economia portuguesa guanya dinamisme en els primers mesos de l'any. Després del creixement de l'1,4% anual el 2016, els indicadors de sentiment apunten a una acceleració del ritme d'activitat el 2017. En aquest sentit, a l'abril, destaquen les bones dades de confiança del consumidor, en màxims històrics, i de l'índex de sentiment econòmic, amb el registre més alt des del 2001. Aquesta millora es va reflectir en la revisió a l'alça de les previsions del PIB elaborades pel Banc de Portugal, fins a l'1,8% el 2017 i l'1,7% el 2018 (respectivament, +0,4 i +0,2 p. p. per damunt de les previsions del desembre del 2016). A més a més, l'economia lusitana creix d'una manera més equilibrada des del 2014. D'una banda, el consum privat continuarà avançant a un ritme similar el 2017, amb el suport de la millora gradual del mercat laboral, mentre que el consum públic ho farà de manera continguda, a causa de l'ajust fiscal. Així mateix, la inversió hauria de guanyar protagonisme el 2017, a mesura que disminueix la incertesa en un entorn amb condicions de finançament favorables i augmenten els fons europeus disponibles per a la inversió. Per la seva banda, la demanda externa continuarà mostrant un fort dinamisme, amb un augment notable de les exportacions, que contribuirà a mantenir el superàvit comercial.

Els guanys de competitivitat han comportat una millora significativa del sector exportador português, comparable a la d'altres veïns europeus. En concret, s'ha recuperat la competitivitat perduda abans de la crisi, gràcies, en part, a diversos anys de moderació salarial. Això ha impulsat les exportacions, que han passat del 27% del PIB el 2005 al voltant del 44% el 2016. A més a més, l'ímpetu exportador ha tingut lloc en un rang de sectors més variat i cap a un major nombre de destinacions. Les exportacions haurien de continuar creixent a un ritme sòlid el 2017, amb el suport de l'avanç de la demanda dels socis comercials més importants. Així ho mostren les primeres dades disponibles d'enguany: les exportacions de béns van augmentar al voltant del 14% interanual en l'acumulat dels dos primers mesos de l'any, sobretot per l'augment del comerç extra-UE.

La recuperació de l'economia portuguesa s'ha traslladat al mercat laboral. La taxa d'atur s'ha reduït de manera important des del 2013 (al voltant de 2 p. p. per any), ajudada, en part, per les ambicioses reformes laborals iniciades el 2011. Al febrer, la taxa d'atur va baixar del 10% fins al 9,9% i, segons l'estimació provisional de l'INE português, al març assoliria el 9,8%. Per la seva banda, la creació d'ocupació va continuar avançant a bon ritme (el 2,8% interanual al febrer). Esperem que la millora del mercat laboral prossegueixi el 2017 i el 2018, paral·lelament a la recuperació econòmica. No obstant això, aquesta millora no arriba a tots per igual: la taxa d'atur juvenil és molt superior (el 24,4% al febrer) i més de la meitat dels aturats són de llarga durada (més d'un any aturats).

Portugal: previsions macroeconòmiques del Banc de Portugal

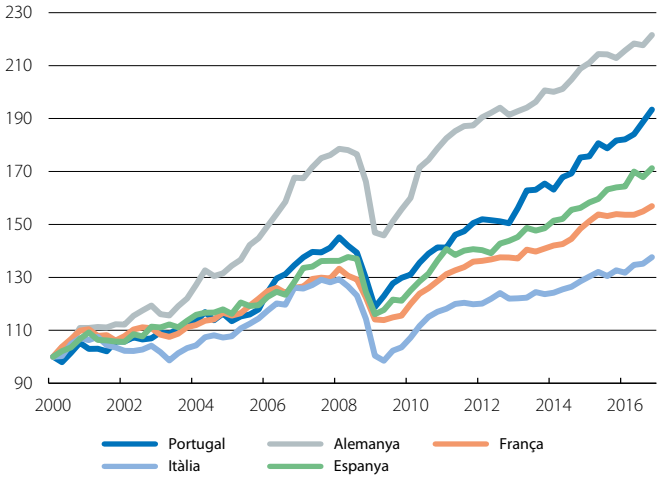
Variació interanual (%)

		Previsions		
	2016	2017	2018	2019
PIB	1,4	1,8	1,7	1,6
Consum privat	2,3	2,1	1,4	1,4
Consum públic	0,8	0,2	0,5	0,2
Inversió	–0,3	6,8	5,0	4,8
Exportacions	4,4	6,0	4,8	4,5
Importacions	4,4	7,3	4,8	4,7
Ocupació	1,6	1,6	1,0	1,1
Taxa d'atur *	11,1	9,9	9,0	7,9
Balança per compte corrent **	2,2	1,4	1,3	1,4
Inflació (IPCH)	0,6	1,6	1,5	1,5

Notes: ** En percentatge de la població activa. ** En percentatge del PIB.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

Exportacions de béns i serveis

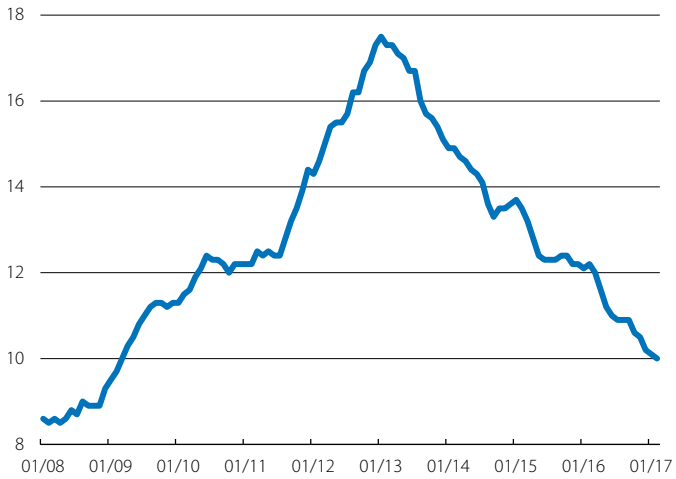
Índex (100 = 1T 2000)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de DESTATIS, de l'INE, de l'INE Portugal, de l'INSEE i de l'ISTAT.*

Portugal: taxa d'atur

(% de la població activa)



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

FOCUS · Amb quina economia es trobarà el proper president de França?

El nou president de França heretarà una economia que, en termes d'activitat econòmica, s'ha recuperat de la crisi financera i que presenta un PIB que es va situar, el 2016, el 4% per damunt del del 2008. No obstant això, el creixement d'aquests últims anys ha estat modest[1] i s'ha situat clarament per sota del d'altres economies avançades (vegeu el primer gràfic). Per al 2017-2018, les perspectives continuen sent poc esperançadores: el consens d'analistes espera un creixement proper a l'1,3%. D'altra banda, malgrat que el president sortint François Hollande va fer de la reducció de la taxa d'atur una de les prioritats del seu mandat, es manté encara en nivells elevats (el 10%), en especial entre els joves (el 24%), i la creació d'ocupació continua sent feble (el 0,7% anual).

Aquesta falta de vigor econòmic és el reflex d'un menor creixement de la productivitat,[2] a causa, en gran part, de les importants rigideses estructurals que continuen presents a l'economia francesa. En aquest sentit, destaquen un mercat de treball poc flexible, una elevada càrrega impositiva[3] i una regulació complexa, que actua com a barrera a la inversió i al creixement de les empreses.

En els últims anys, s'han fet avanços per abordar aquestes rigideses i per dinamitzar l'economia. Per exemple, s'ha implementat una reforma del mercat laboral que busca aclarir la definició legal de l'acomiadament per motius econòmics, reforçar la negociació col·lectiva a nivell d'empresa i de sector, i millorar la formació de les persones aturades. També s'han fet esforços[4] per relaxar la pressió fiscal i per augmentar la competitivitat mitjançant la reducció de les cotitzacions socials de les empreses.[5] Així mateix, el 2015, es va aprovar la Llei Macron de liberalització dels mercats per fomentar l'activitat, la qual incloïa mesures com l'ampliació de l'obertura de comerços en diumenge i la liberalització de diverses professions reglamentades.

No obstant això, malgrat que aquestes reformes han anat en la direcció adequada, sembla que tenen un impacte limitat, de manera que continua sent important mantenir una agenda de reformes ambiciosa. Una de les prioritats és l'augment del ritme de creació d'ocupació del sector privat. Per aquest motiu, els principals organismes internacionals consideren que és important reduir l'alta segmentació del mercat laboral, que dificulta la mobilitat del factor treball, i simplificar la legislació laboral.

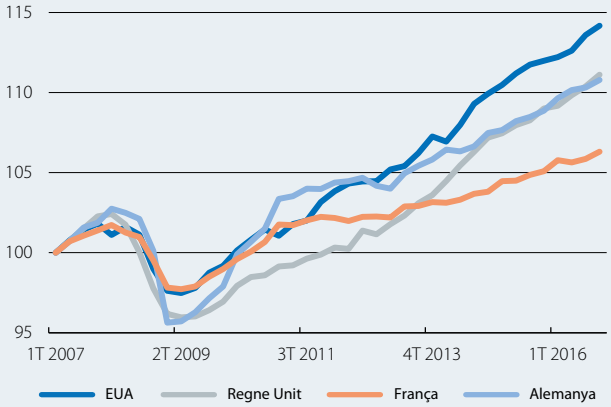
1. El creixement mitjà entre el 2012 i el 2016 ha estat del 0,8%.
2. Entre el 2010 i el 2016, la productivitat del treball, mesurada pel PIB real per hora treballada, ha avançat, de mitjana, l'1,0% (enfront del 2% del 2000-2006), mentre que la productivitat total dels factors ha avançat el 0,5% (enfront de l'1,2% del 2000-2006).
3. La pressió fiscal se situa en el 47% del PIB, que cal comparar amb la mitjana del 40% de la zona de l'euro.
4. Sota el *Pacte de responsabilité et de solidarité* i el CICE (*crédit d'impôt pour la competitivité et l'emploi*).
5. La fiscalitat sobre el treball (impostos sobre el treball en percentatge del total de costos laborals) a França (el 48%) és la cinquena més elevada dels països de l'OCDE.

Una altra prioritat és l'ajust de les finances públiques. Tot i que el dèficit públic s'ha reduït del 7,2% del PIB el 2009 al 3,4% el 2016, el deute públic s'apropa al 100% del PIB, la qual cosa fa que l'economia francesa sigui vulnerable a canvis en el sentiment inversor i a alces en els tipus d'interès. En aquest sentit, les millores en l'eficiència de l'Administració pública podrien ser de gran ajuda, atesa l'elevada despesa pública, que es manté molt per damunt de la mitjana de la zona de l'euro (el 57% del PIB, enfront del 47%).

Finalment, també serien molt beneficioses per a l'economia francesa una millora de l'entorn per fer negocis i una reducció dels obstacles a la creació d'empreses. Una mostra d'això és que, en l'edició del 2017 de l'informe del Banc Mundial que analitza la facilitat per fer negocis, França ocupava la posició 29 del *ranking*, molt per sota de la d'altres països europeus com Alemanya i el Regne Unit, però també de Polònia i de Portugal.

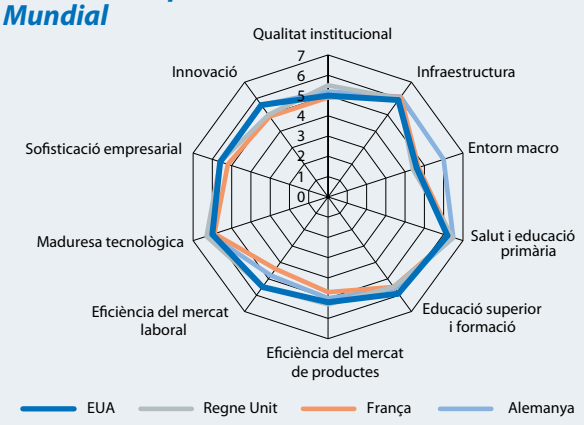
PIB en termes reals

Índex (100 = 1T 2007)



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

Índex de competitivitat del Fòrum Econòmic Mundial



Nota: *Índex entre 1 i 7. Una puntuació més elevada indica una major competitivitat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del World Economic Forum Global Competitiveness Index (2016-2017).*

FOCUS · Diferencial de productivitat entre la zona de l'euro i els EUA: una anàlisi sectorial

Un dels majors reptes de la zona de l'euro és, sense cap mena de dubte, augmentar la taxa de creixement de la productivitat. Com es pot observar al primer gràfic, durant els últims anys, la seva evolució ha estat relativament feble. En concret, el creixement anualitzat de la productivitat a la zona de l'euro ha estat 0,7 p. p. inferior al dels EUA entre els anys 1995 i 2014.

Si es descompon l'evolució de la productivitat a la zona de l'euro entre la dels països de la perifèria i la dels països *core*, es constaten tres tendències. Primera, l'evolució és molt heterogènia entre els països del nucli i els de la perifèria. Segona, als països *core*, com era d'esperar, la seva evolució ha estat una mica millor que la del conjunt de la zona de l'euro, però s'ha mantingut lluny de l'observada als EUA. I, tercer, als països de la perifèria europea, l'evolució de la productivitat ha estat molt pobra. En concret, el creixement anualitzat s'ha quedat en el 0,5%.

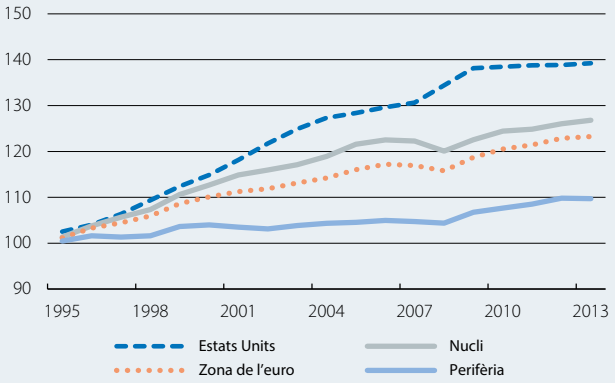
Pel que fa al segon element, si s'analitza amb una mica més de detall l'evolució de la productivitat a les diferents economies abans de la crisi i es du a terme una anàlisi per sectors, les conclusions tampoc conviden a l'optimisme per a la zona de l'euro. A la zona de l'euro, per cada sector, si es pren la millor evolució de la productivitat observada entre els diferents països, només aconsegueix igualar l'observada al conjunt dels EUA (vegeu el segon gràfic). Dit d'una altra manera, si fem un símil amb una classe d'una escola, en què cada sector és una assignatura i els diferents alumnes representen els diversos països, el millor alumne europeu de cada assignatura només aconsegueix igualar l'alumne mitjà dels EUA.[1]

Finalment, pel que fa a l'evolució de la productivitat als països de la perifèria, la taula adjunta mostra que, entre el 1995 i el 2014, la productivitat a la perifèria va créixer, en termes anualitzats, 0,6 p. p. menys que als països del nucli. Aquest diferencial és particularment elevat als sectors de turisme, comerç i transport i telecomunicacions. No obstant això, cal destacar que, a partir de la crisi econòmica, s'observa un canvi de tendència remarcable. En concret, mentre que el diferencial de creixement de la productivitat entre els països de la perifèria i els core es va situar en –1,2 p. p. durant l'etapa prèvia a la crisi, en l'etapa posterior, el creixement de la productivitat va ser lleugerament superior a la perifèria europea. No obstant això, és massa aviat per cantar victòria, ja que una part d'aquesta millora de la productivitat és el resultat de la important destrucció d'ocupació que es va produir als països de la perifèria durant la crisi, i, per tant, caldrà seguir de prop si aquest canvi de tendència es manté en els anys de recuperació econòmica. Les reformes estructurals dutes a terme als països perifèrics conviden a un optimisme moderat.

1. EU Klems ofereix dades comparables amb els EUA només fins al 2007.

PIB per hora treballada per regions *

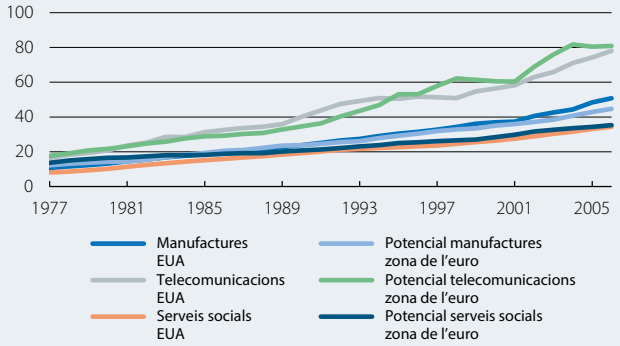
Índex (100 = 1995)



Nota: ** El nucli és el resultat de la mitjana ponderada entre Alemanya, França i els Països Baixos, mentre que la perifèria està composta per Espanya i Itàlia. PIB a preus constants.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

Valor afegit brut per hora treballada per sectors *

*(Euros per PPC) ***



Notes: ** El potencial de la zona de l'euro a cada sector correspon al nivell màxim de productivitat entre Alemanya, els Països Baixos, França, Itàlia i Espanya en cada període de temps.*
*** Valor afegit brut ajustat per paritat de poder de compra.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'EU KLEMS.*

Diferencial del creixement anualitzat de la productivitat * de la perifèria en relació amb el nucli **

(p. p.)

	1995-2007	2008-2014	1995-2014
Agricultura, mineria i pesca	0,4	1,5	0,7
Manufactures	–2,1	0,8	–0,7
Construcció i subministraments	–2,8	2,7	–0,4
Telecomunicacions	–2,2	0,2	–1,0
Turisme, comerç i transport	–2,5	0,0	–1,3
Serveis financers	2,2	–1,4	0,6
Serveis socials	–0,5	–0,3	–0,4
Total	**–1,2**	**0,2**	**–0,6**

Notes: ** Productivitat mesurada com el valor afegit brut per hora treballada.*
*** El nucli és el resultat de la mitjana simple entre Alemanya, França i els Països Baixos, mentre que la perifèria està composta per Espanya i Itàlia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'EU KLEMS.*

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
Vendes al detall *(variació interanual)*	2,7	1,9	1,8	1,3	2,2	1,5	1,8	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	2,1	1,5	1,1	1,1	2,3	0,2	1,2	...	...
Confiança del consumidor	–6,2	–7,7	–7,8	–8,2	–6,4	–4,8	–6,2	–5,0	–3,6
Sentiment econòmic	104,2	104,8	104,2	104,2	106,9	108,0	108,0	108,0	109,6
PMI manufactures	52,2	52,5	52,0	52,1	54,0	55,2	55,4	56,2	56,8
PMI serveis	54,0	53,1	53,1	52,6	53,4	53,7	55,5	56,0	56,2
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2	–	...	–	–
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	10,1	9,9	9,7	9,6	9,5	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	4,2	4,1	3,9	3,9	3,9	...	...
França *(% pobl. activa)*	10,4	10,1	10,1	10,0	10,0	10,0	10,0	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,6	11,6	11,8	11,8	11,5	...	...
Espanya *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	20,1	19,3	18,7	18,2	18,0	...	...

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,6**	**3,7**	**3,7**	**3,6**	**3,5**	**3,6**	**...**
Alemanya	8,6	8,4	8,9	8,6	8,4	8,3	8,3	...
França	–0,2	–1,1	–0,8	–1,1	–1,1	–1,4	–1,3	...
Itàlia	1,4	2,6	2,2	2,5	2,6	2,6	2,5	...
Espanya	1,4	2,0	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**92,3**	**94,7**	**94,8**	**95,1**	**94,8**	**94,3**	**93,8**	**94,4**

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres [1]	–0,3	1,8	1,7	2,0	2,1	2,2	1,9	2,3
Crèdit a les llars [1, 2]	0,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)*	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge [4] *(%)*	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	11,1	10,0	10,1	9,5	9,3	9,3	9,2	10,1
Altres dipòsits a curt termini	–3,8	–1,8	–1,8	–1,2	–2,0	–2,2	–2,1	–2,5
Instruments negociables	2,6	2,8	2,3	5,4	4,5	7,0	3,7	8,5
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,8	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	...

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 · L'economia espanyola continua avançant a bon ritme

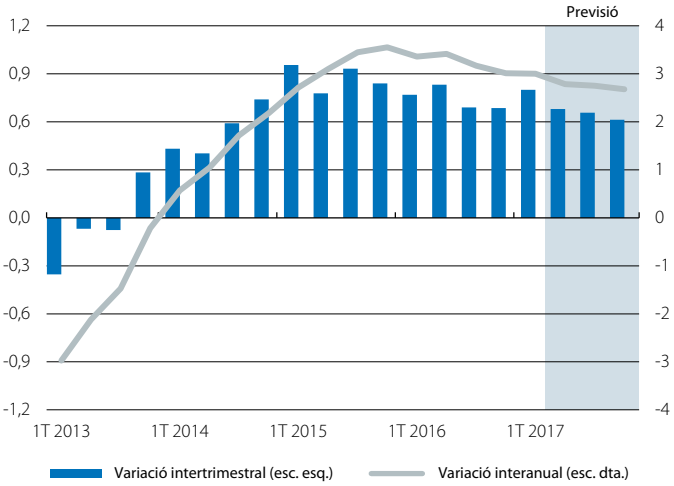
El creixement econòmic es va accelerar fins al 0,8% intertrimestral en el 1T 2017, 1 dècima més que en els dos trimestres precedents. En termes interanuals, el creixement es va mantenir en un robust 3,0%, sense mostrar símptomes de desaceleració. Sense disposar encara del detall per components, els indicadors disponibles mostren que el consum privat va continuar sent el principal motor del creixement, tot i que hauria moderat lleugerament el ritme d'avanç. En canvi, la inversió en equipament hauria recuperat el dinamisme, amb el suport de la renovada millora del sentiment inversor empresarial. Per la seva banda, la demanda externa també incrementa el seu protagonisme, gràcies al bon comportament de les exportacions i a un augment més contingut de les importacions.

Millores generalitzades de les perspectives per al 2017. Atesa la bona marxa de l'economia espanyola en els tres primers mesos de l'any, els principals organismes nacionals i internacionals han millorat les previsions de creixement del PIB per al 2017. A l'abril, va ser el torn del Fons Monetari Internacional, que va millorar les previsions fins al 2,6% (3 dècimes més que al gener), i del Govern, que va presentar l'Actualització del Programa d'Estabilitat (APE) 2017-2020 amb un nou quadre macroeconòmic en què va augmentar la previsió de creixement del PIB fins al 2,7% (2 dècimes més que al març). La previsió de CaixaBank Research és una mica superior, del 2,8%, i no es descarta que aquesta xifra es pugui fins i tot superar si no hi ha shocks externs que interrompin la bona marxa de l'economia. Aquesta trajectòria excepcional de l'economia espanyola, que acumula ja tres anys de creixement sostingut, ha estat possible gràcies a la confluència d'uns factors de suport temporals, com el baix preu del petroli i la política monetària expansiva del BCE, i dels efectes positius de les reformes estructurals dutes a terme en els últims anys. En aquest context de millora de les previsions, l'agència de qualificació creditícia Standard & Poor's ha revisat la perspectiva sobre el deute sobirà d'Espanya d'estable a positiva, la qual cosa obre la porta a una pujada del *rating* en els propers mesos.

Les finances públiques, afavorides per les perspectives positives. El ferm creixement econòmic donarà suport, com ja ho ha fet en els dos últims anys, a la reducció del dèficit públic, gràcies, principalment, a la millora de les bases imposables (que impulsaran els ingressos del sector públic) i a la disminució de l'atur (que reduirà la despesa per prestacions de desocupació). Així mateix, els tipus d'interès baixos, gràcies a la política monetària acomodatícia del BCE, ajudaran a contenir la despesa en interessos, tot i que el nivell de deute públic voreja el 100% del PIB. Segons l'estratègia fiscal inclosa a l'APE per al període 2017-2020, el dèficit públic es continuarà reduint en els propers anys, amb la finalitat de situar el deute públic en

PIB

Variació intertrimestral (%) *Variació interanual (%)*



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

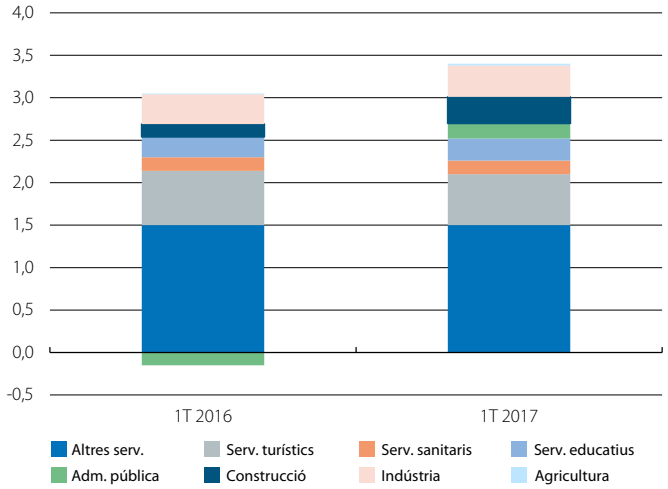
Quadre macroeconòmic previst al Programa d'Estabilitat 2017-2020

	2016	2017 APE	2017 Previsió CaixaBank Research
PIB (variació interanual, %)	3,2	2,7	2,8
Ocupació (variació interanual, %) *	2,9	2,5	2,4
Taxa d'atur (%)	19,6	17,5	17,7
Dèficit públic (% del PIB) **	4,3	3,1	3,4
Deute públic (% del PIB)	99,4	98,8	98,6

Notes: ** Ocupats equivalents a temps complet.*
*** Exclou les ajudes a les institucions financeres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Programa d'Estabilitat 2017-2020.*

Afiliats a la Seguretat Social

Contribució dels sectors al creixement interanual (p. p.)



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

una dinàmica decreixent. En concret, el Govern preveu que el dèficit tanqui enguany en el 3,1% del PIB i que es redueixi per sota del 3% el 2018, la qual cosa permetrà tancar el procediment de dèficit excessiu (PDE) amb la Comissió Europea. Ara com ara, les dades d'execució pressupostària de l'Estat fins al març mostren un ajust de 4 dècimes del PIB en relació amb l'any anterior, gràcies a l'impuls dels ingressos i a la contenció de la despesa corrent. Per a més detalls, vegeu el Focus «La correcció del dèficit públic, missió possible», en aquest *Informe Mensual*.

El mercat laboral es beneficia de l'avanç de l'activitat. Igual que el creixement econòmic, la creació d'ocupació, segons les dades de l'EPA, es va accelerar lleugerament en el 1T en termes desestacionalitzats: la creació d'ocupació va ser del 0,7% intertrimestral (del 0,5% en el 4T 2016), la qual cosa indica que el mercat laboral continua evolucionant de forma positiva. En termes interanuals, el creixement dels ocupats va mantenir el ritme d'avanç en el 2,3% interanual. Atès el caràcter estacional del mercat laboral espanyol, el nombre d'ocupats va recular en 69.800 persones en el 1T 2017, una caiguda molt similar a la del 1T 2016, una xifra molt bona si es té en compte que, enguany, la Setmana Santa ha caigut íntegrament a l'abril (el 2016 va ser al març). Una altra mostra de la solidesa del mercat laboral és que la creació d'ocupació es concentra al sector privat, mentre que l'ocupació al sector públic continua reculant.

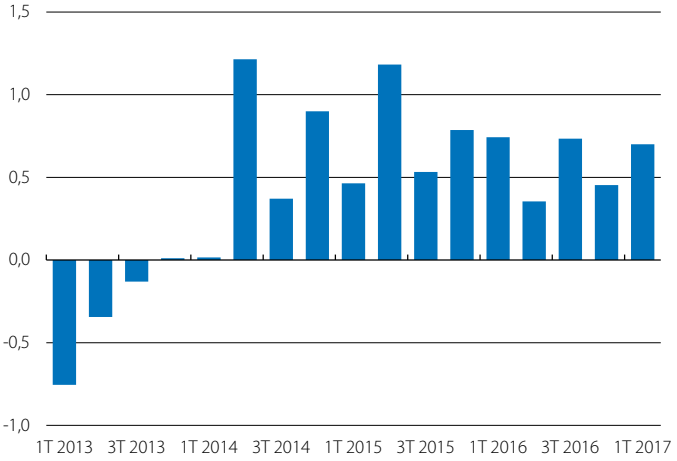
La taxa d'atur, el repte pendent. Malgrat les bones dades de creació d'ocupació, la taxa d'atur continua encara en cotes molt elevades. Com és habitual en el 1T, per motius estacionals, la taxa d'atur va repuntar lleugerament, fins al 18,8% (2 dècimes per damunt del registre del 4T 2016), i la taxa d'atur juvenil (de 20 a 24 anys) es va situar en el 38,3%. Aquests nivells, molt per damunt dels dels països de la zona de l'euro, posen de manifest que l'atur continua sent un repte per a l'economia espanyola. En aquest sentit, la creació d'ocupació continua sent una peça indispensable de la recuperació a Espanya.

La creació d'ocupació afavoreix la renda de les llars. L'increment de l'ocupació ha impulsat la recuperació de la renda bruta disponible de les llars (RBDLl), que va créixer el 2,5% el 2016, 7 dècimes més que el 2015. Aquesta millora estimula el consum, que va créixer el 3,0% en termes nominals el 2016. En conseqüència, la taxa d'estalvi de les llars va disminuir 5 dècimes, fins al 7,7%, el 2016. De cara al 2017, el creixement de la RBDLl es continuarà basant en la creació d'ocupació, ja que els increments salarials continuen sent modestos. Si tenim en compte les bones dades de confiança del consumidor en el 1T, el consum continuarà avançant amb força, de manera que s'espera que la taxa d'estalvi continuï en cotes relativament baixes en relació amb la mitjana històrica (el 9,6%).

El sector privat continua el procés de desendeutament. La recuperació econòmica també va deixant petjada en el desendeutament de les llars i de les societats no financeres. Després de sis anys de reducció incessant, el deute de les llars es va situar en el 64,4% del PIB en el 4T 2016, i la de les societats

Ocupació

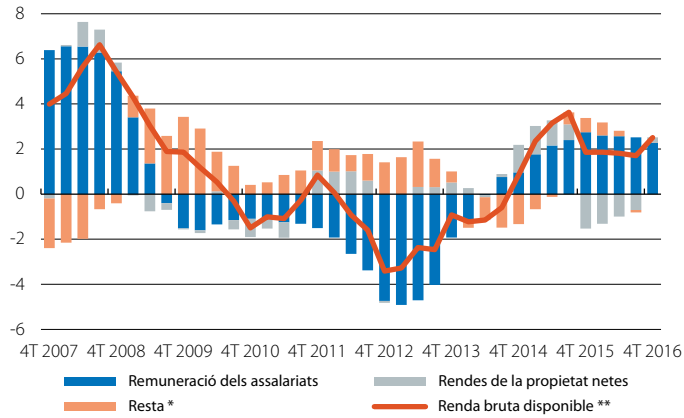
Variació intertrimestral (%)



Nota: *Dades desestacionalitzades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

Renda bruta disponible

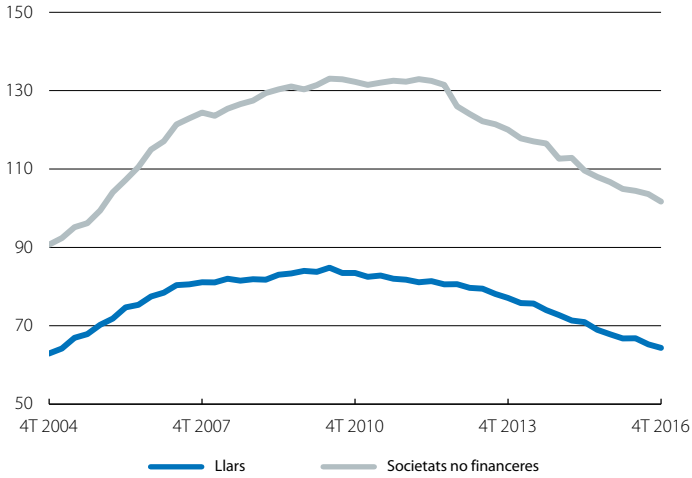
Contribució al creixement interanual de l'acumulat de quatre trimestres (p. p.)



Notes: ** Resta de partides usades per calcular la renda bruta disponible, com l'excedent brut d'explotació, les cotitzacions socials, etc. ** Variació interanual.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Deute del sector privat

(% del PIB)



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

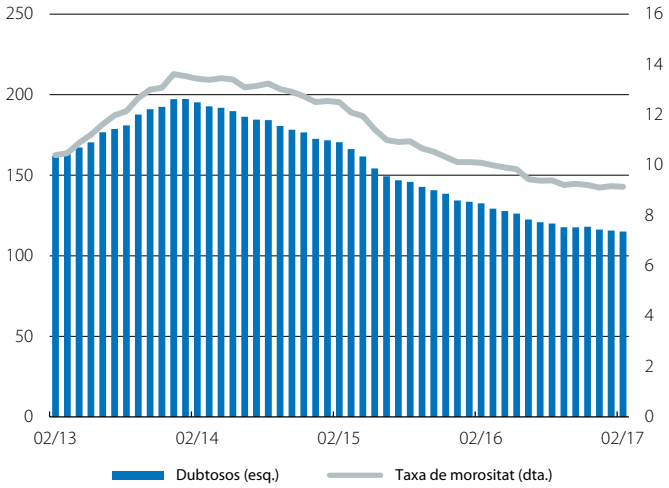
financeres, en el 101,7% del PIB. Mentre que el deute empresarial se situa ja per sota de la mitjana de la zona de l'euro, el deute de les llars, que baixa una mica més lentament, encara és superior al de la mitjana de les llars de la zona de l'euro. En els propers trimestres, el dinamisme previst en el creixement del PIB permetrà que el despalanquejament continuï i sigui compatible amb un increment en els fluxos de crèdit nou cap a les famílies i les empreses. De fet, l'enquesta sobre préstecs bancaris del 1T 2017 posa de manifest que els bancs han relaxat els criteris d'aprovació de préstecs al consum, tot i que han endurit lleugerament els criteris de concessió de crèdit a les empreses. Pel que fa al sector bancari, la reducció constant de la taxa de morositat, que es va situar en el 9,1% al febrer, mostra que el sector està cada vegada més sanejat. De fet, el saldo de crèdit dubtós acumula una caiguda del 42% des del nivell màxim assolit al gener del 2014, una tendència que també prosseguirà en els propers mesos.

La inflació va pujar fins al 2,6% a l'abril (el 2,3% al març), un repunt temporal que s'explicaria per l'augment dels preus turístics a causa de la Setmana Santa (cal recordar que, el 2016, va ser al març) i per l'estabilitat dels preus de l'electricitat en comparació amb el descens del mes passat. Més enllà d'aquest augment dels preus per motius estacionals, en els propers mesos, la inflació general es moderarà a conseqüència de la desacceleració del preu del petroli en termes interanuals i acabarà l'any al voltant de l'1,3%. D'aquesta manera, la inflació serà del 2,2% en la mitjana de l'any, molt superior als registres negatius dels dos últims anys (del –0,2% el 2016 i del –0,5% el 2015). La inflació subjacent, per la seva banda, es manté molt continguda (el 0,9% al març), tot i que es preveu que segueixi una suau tendència creixent, impulsada pel dinamisme del consum privat.

L'augment del preu del petroli es fa notar en el saldo corrent. El preu del petroli, que ha beneficiat de manera significativa el sector exterior en els dos últims anys, deixa de jugar a favor. En concret, l'augment del preu del petroli ha impulsat les importacions energètiques en l'acumulat del gener i del febrer fins als 7.609 milions d'euros (que cal comparar amb els 4.228 milions dels dos primers mesos del 2016). No obstant això, el dinamisme de les exportacions, que van créixer el 4,7% interanual al febrer i que van superar el creixement de les importacions, del 3,2% interanual (les dues xifres acumulades de 12 mesos), va permetre que el superàvit per compte corrent augmentés fins al 2,1% del PIB al febrer. Vegeu el Focus «Disseccionant la millora del compte corrent», en aquest *Informe Mensual*, per a més detalls sobre el compte corrent. En aquest sentit, la consolidació del flux d'empreses espanyoles que han exportat en els quatre últims anys és un bon presagi per al sector exportador.

Taxa de morositat i crèdits dubtosos

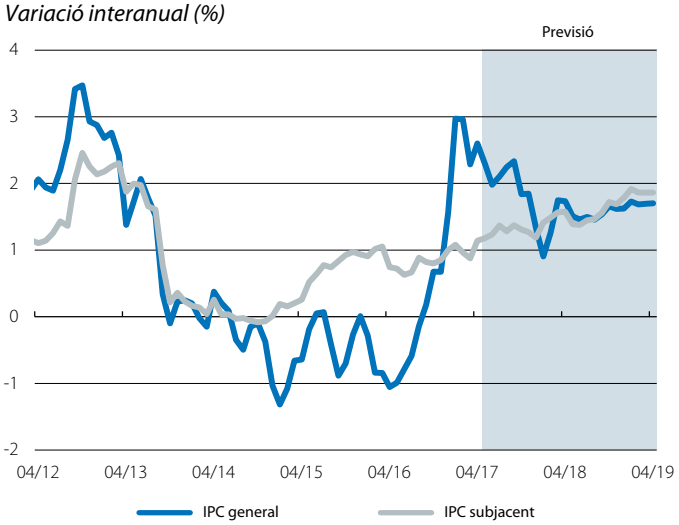
(Milers de milions d'euros) *(%)*



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

IPC

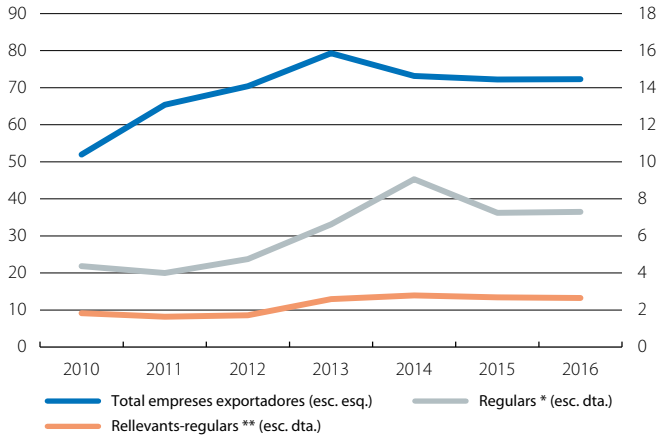
Variació interanual (%)



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

Fluxos de noves empreses exportadores

(Milers d'empreses) *(Milers d'empreses)*



Notes ** Regulars: empreses que han exportat en els quatre últims anys.*
*** Rellevants-regulars: empreses que han exportat >50.000 euros en els quatre últims anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'ICEX.*

FOCUS · La correcció del dèficit públic, missió possible

El dèficit del conjunt de les Administracions públiques es va situar en el 4,3% del PIB el 2016 (el 4,5% si es tenen en compte les ajudes a les institucions financeres), la qual cosa va comportar una reducció de 0,8 p. p. en relació amb el 5,1% del 2015. D'aquesta manera, es va complir l'objectiu d'estabilitat acordat amb la Comissió Europea del 4,6% del PIB, malgrat que cal recordar que aquest objectiu s'havia relaxat de forma substancial en relació amb el 3,6% del Pla d'Estabilitat actualitzat el 2016 i que, a més a més, el context econòmic va ser molt favorable. La totalitat de l'ajust va recaure en la despesa pública, que es va reduir en 1,5 p. p. del PIB. En canvi, els ingressos, malgrat la millora econòmica, van recular en 0,8 p. p., a causa de la reforma tributària, que, segons les estimacions del Govern, va tenir un impacte negatiu d'uns 6.400 milions d'euros sobre els ingressos.

De cara al 2017, el Govern preveu un ajust d'1,3 p. p. per arribar a un dèficit del 3,0% del PIB (el 3,1% un cop incloses les ajudes a les institucions financeres). El millor punt de partida, per haver tancat l'any 2016 amb un dèficit per sota de l'objectiu, redueix l'esforç que cal realitzar enguany en relació amb les previsions de l'agost de l'any passat, quan es va fixar la senda d'ajust fiscal. A més a més, el context econòmic favorable ajudarà a la reducció del dèficit. D'una banda, i malgrat l'alentiment previst del creixement del PIB real, s'espera que l'alça de la inflació impulsi el creixement del PIB nominal, la qual cosa farà augmentar les bases imposables i, en conseqüència, els ingressos. De l'altra, hi ha riscos a l'alça en relació amb les previsions macroeconòmiques en què es basen els Pressupostos Generals de l'Estat (PGE). En concret, aquestes previsions preveuen un creixement del PIB real del 2,5% el 2017, una xifra que se situa en la banda baixa de les previsions dels analistes i d'altres institucions, com CaixaBank Research i el Banc d'Espanya, que preveuen un creixement del 2,8%.[1]

Malgrat que aquests factors jugaran a favor, no es pot donar per garantit l'assoliment del nou objectiu. Pel costat dels ingressos, els PGE preveuen que la recaptació tributària augmenti el 7,9% i les cotitzacions socials, el 6,8%, xifres lleugerament superiors a les que s'obtenen usant les elasticitats històriques. Ara com ara, les dades publicades fins al mes de març permeten ser moderadament optimistes. Destaca, en especial, la recaptació de l'IVA, que ha tingut una bona arrencada d'any: ha augmentat el 8,4% interanual en l'acumulat del gener al març.

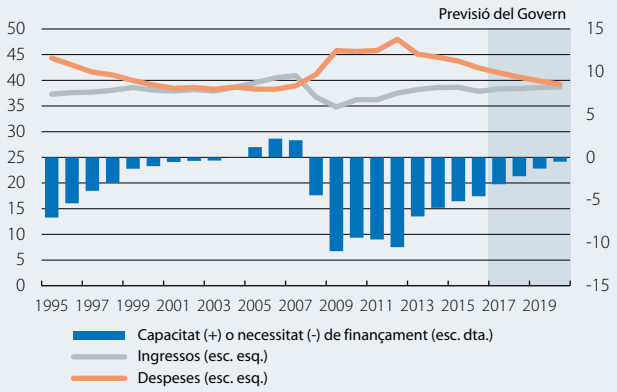
Pel que fa a les despeses, l'aprovació del límit de despesa de l'Estat en els 118.337 milions d'euros, el 4,4% per sota del límit del 2016, és una mostra de la voluntat del Govern de centrar els esforços en la contenció de la despesa. Per partides, els PGE contemplen una reducció de l'1,7% de la despesa en desocupació i gairebé un estancament de les despeses financeres (el 0,5%). Les dues projeccions de despesa són superiors a les de CaixaBank Research, la qual cosa atorga un cert marge per compensar una potencial desviació dels ingressos.

En conjunt, per tant, el Govern preveu que la major part de l'ajust es realitzi a través de les despeses, amb una reducció del seu pes en el PIB de 0,9 p. p., fins al 41,5%.[2] Els ingressos també contribuiran a la reducció del dèficit públic, malgrat que en menor mesura, amb un augment previst de 0,5 p. p., fins al 38,3% del PIB. Durant els pròxims anys, el dèficit públic es continuarà reduint mitjançant la contenció de la despesa i un augment molt moderat dels ingressos, segons ho contempla l'estratègia fiscal inclosa en l'Actualització del Programa d'Estabilitat per al període 2017-2020.

En definitiva, tant el tancament del 2016 com les bones perspectives econòmiques del 2017 afavoriran la reducció del dèficit públic. Assolir l'objectiu sembla una missió possible.

Ingressos, despeses i dèficit de les Administracions públiques

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



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la IGAE i de l'Actualització del Programa d'Estabilitat (APE) del 2017-2020.*

Previsions d'algunes partides d'ingressos i despeses

Variació anual (%)

	PGE 2017 (milions d'euros)	Dada 2016	PGE 2017	Dades fins al març del 2017
Ingressos				
Ingressos tributaris	200.963	2,3%	7,9%	5,5%
IRPF	78.027	0,1%	7,7%	2,3%
Impost de societats	24.399	9,5%	12,6%	2,9%
IVA	67.463	4,2%	7,3%	8,4%
Cotitzacions socials	110.560	3,0%	6,8%	6,7%
Despeses				
Prestacions per atur *	18.318	–9,6%	–1,7%	–7,5%
Despeses financeres	32.230	1,0%	0,5%	–

Nota: ** Dada fins al febrer del 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades dels Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) del 2017, de la IGAE i de l'Agència Tributària.*

1. El mateix Govern ha millorat la previsió de creixement del PIB fins al 2,7% en l'Actualització del Pla d'Estabilitat 2017-2020.

2. Aquestes xifres inclouen les ajudes a les institucions financeres.

FOCUS · Disseccionant la millora del compte corrent

Una de les principals fites de l'economia espanyola en els últims anys ha estat la correcció del desequilibri exterior. En concret, el compte corrent (CC) va passar de registrar un dèficit del 3,9% del PIB el 2010[1] a un superàvit del 2,0% el 2016 i va acumular, de mitjana, una millora d'1 p. p. anual. En termes de composició, aquesta millora es va produir, principalment, per una correcció del dèficit de la balança de béns (de mitjana, va contribuir amb 0,5 p. p. cada any a la millora del CC), però també van ajudar l'augment sostingut del superàvit de la balança de serveis (de mitjana, 0,2 p. p. cada any) i el menor dèficit de rendes (de mitjana, 0,3 p. p. cada any). És a dir, les tres balances que componen el CC han mostrat una evolució positiva en els sis últims anys.

Entrant més en el detall de la balança comercial, convé diferenciar entre els béns energètics i els no energètics. D'una banda, l'evolució del saldo de béns energètics va estar molt influenciada per la del preu del petroli, ja que l'economia espanyola és altament depenent de les importacions de cru. Així, mentre que, el 2011 i el 2012, l'increment del preu del petroli va augmentar la factura energètica, es va reduir a partir del 2013, gràcies a la caiguda del preu del petroli. De l'altra, el saldo de béns no energètics va ser el principal responsable de la millora del CC en el període 2010-2013, quan van confluir el fort dinamisme de les exportacions, afavorides pels guanys competitius, i la feblesa importadora, arran de la caiguda de la demanda interna. A partir del 2014, malgrat que les exportacions de béns no energètics es van mantenir molt dinàmiques, el despertar de la demanda interna va impulsar les importacions, de manera que el saldo de béns no energètics es va mantenir estable.

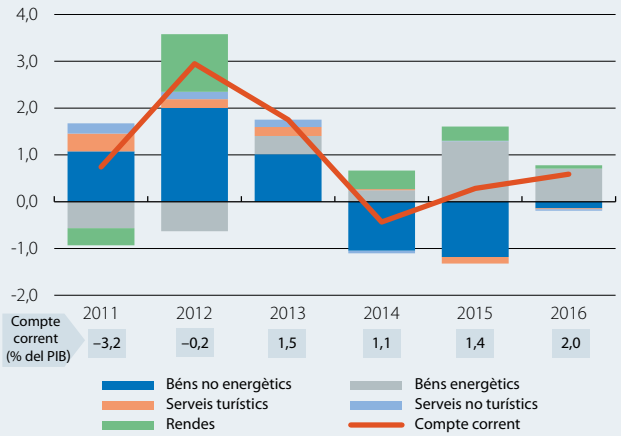
La balança de serveis, de forma similar a la dels béns no energètics, mostra dos períodes diferenciats: en els anys de crisi econòmica, entre el 2010 i el 2013, va contribuir positivament a la millora del CC, mentre que, durant la recuperació, entre el 2014 i el 2016, va tenir una contribució lleugerament negativa davant el ressorgir de la demanda interna. Cal destacar, però, que el creixement de les exportacions de serveis, tant els turístics com els no turístics, va ser molt destacable durant els dos períodes. D'una banda, l'evolució del sector turístic espanyol ha estat excepcional i, any rere any, ha superat el nombre d'entrades de turistes internacionals, ajudat per les turbulències geopolítiques a l'Orient Mitjà i al Nord d'Àfrica, però, sobretot, pels guanys de competitivitat del sector. No en va, el Fòrum Econòmic Mundial ha situat Espanya de nou en el número u del *ranking* mundial de l'índex de competitivitat turística. També van mostrar una evolució molt positiva els serveis no turístics, tal com s'explica al Focus «L'auge de les exportacions de serveis no turístics» publicat a l'IM04/2016.

Finalment, el tercer component del CC, la balança de rendes, ha reduït de manera significativa el dèficit des del 2012, amb el suport de la reducció dels tipus d'interès i dels menors pagaments per interessos a l'exterior que això comporta.

Així, doncs, la millora del CC s'ha produït gràcies als guanys de competitivitat de l'economia espanyola, però també s'ha beneficiat del menor preu del petroli, dels tipus d'interès baixos i del funcionament excepcional del sector turístic. Per il·lustrar com hauria evolucionat el CC sense aquests factors, calculem el saldo per CC que resultaria si se n'exclouen els béns energètics, el turisme i les rendes. El segon gràfic mostra que, el 2016, aquest saldo es va estabilitzar al voltant de l'1,5% del PIB i que, des de l'inici de la crisi, també ha millorat de forma notable.

*Contribució a la variació del saldo per compte corrent **

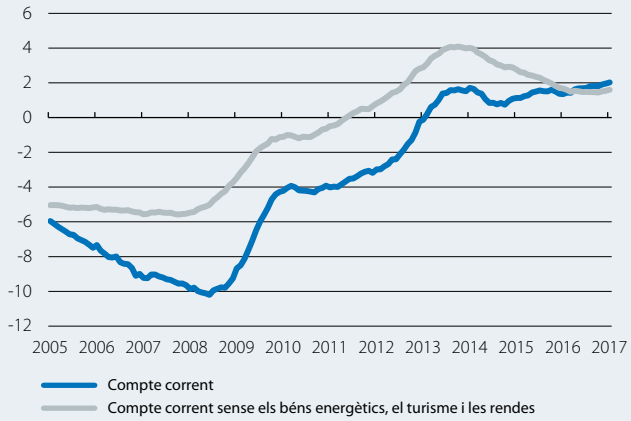
(p. p. del PIB)



Nota: ** Contribució de cada component a la variació anual del saldo per compte corrent.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del Ministeri d'Economia.*

Saldo per compte corrent

(% del PIB)



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

1. Malgrat que el major dèficit es va registrar el 2007 (el 9,6% del PIB), l'anàlisi s'inicia el 2010 per excloure l'any 2009, que es va caracteritzar pel col·lapse del comerç mundial.

FOCUS · La borsa espanyola enfront de l'europea: l'hora de recuperar el terreny perdut?

S'ha revalorat la borsa espanyola des del mínim assolit l'any 2012? Sí, un imponent 70%. Addicionalment, de llavors ençà, ho ha fet millor que l'europea? No, en absolut. Atesos, per exemple, el fort descens de la prima de risc sobirana i les dinàmiques de creixement de les dues economies, això pot cridar l'atenció. No en va, Espanya ha registrat, de forma ininterrompuda, un diferencial de creixement positiu enfront de la zona de l'euro des del 4T 2013.

Un breu repàs de l'evolució del PIB a Espanya i a la zona de l'euro durant els 10 últims anys ajuda a contextualitzar l'evolució relativa dels principals índexs borsaris. En concret, el descens de l'índex borsari de referència de la zona de l'euro, l'Eurostoxx, va ser del 58% entre el 2007 i el 2013, i el PIB, en termes reals, va recular el 5,5% en el mateix període. A Espanya, l'enfonsament borsari va assolir el 64% i la factura en termes de PIB va ser molt més onerosa, ja que la reculada va assolir el 9,5% (vegeu el primer gràfic).

Les xifres relatives a la recuperació des del punt mínim de la crisi també són il·lustratives. En l'àmbit borsari, al març del 2017, la borsa de la zona de l'euro es va situar el 15% per sota del màxim precrisi, enfront del 40% de l'espanyola. En termes de PIB, el de la zona de l'euro era el 3% superior al valor màxim precrisi, mentre que, a Espanya, les ferides no han cicatritzat per complet i el PIB encara es mantenia el 0,4% per sota del seu respectiu màxim. Per tant, el retard relatiu de la borsa espanyola és menys sorprenent quan es té en compte la diferent posició en la fase de recuperació de les dues economies.

L'element clau per explicar l'evolució diferencial entre la borsa espanyola i l'europea és la diferent evolució dels beneficis empresarials. En efecte, els beneficis de les companyies cotitzades espanyoles han evolucionat de manera menys favorable que els de les empreses de l'Eurostoxx.[1] En aquest context, no sorprèn que els inversors hagin adoptat un posicionament més caut sobre la renda variable espanyola.

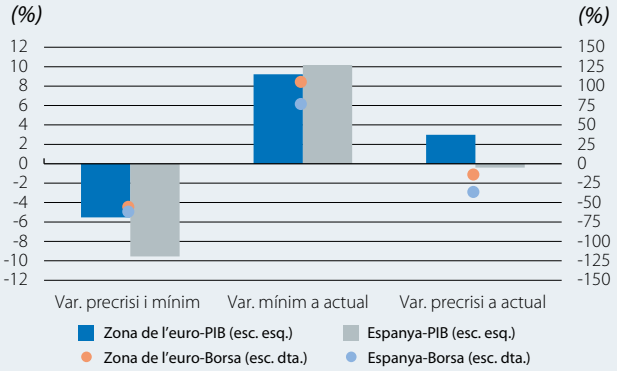
Hi ha dos factors que són fonamentals per entendre la millor evolució dels beneficis de les empreses de l'Eurostoxx enfront dels de les empreses cotitzades espanyoles. El primer, l'elevat pes del sector bancari al mercat borsari espanyol (el 37%, enfront del 12% a la zona de l'euro). En general, els beneficis del sector bancari han evolucionat menys favorablement que els del conjunt d'empreses, ja que és un sector que ha estat molt penalitzat per l'entorn de tipus d'interès baixos. El segon, la remarcable exposició de les companyies espanyoles a Llatinoamèrica. En concret, aquestes companyies obtenen entre el 20% i el 25% dels ingressos d'aquesta regió, de manera que la forta desaceleració econòmica que ha viscut no ha contribuït positivament.

En conjunt, si s'exclou la major exposició de la borsa espanyola a aquests dos factors, l'endarreriment en relació amb l'europea des dels respectius mínims fins al març del 2017 passaria del 32% observat al 4%.

En suma, la radiografia dels elements que expliquen l'evolució relativa de la borsa espanyola en relació amb l'europea permet dibuixar un escenari relativament optimista, ja que, en els propers trimestres, s'espera que les condicions monetàries es comencin a normalitzar i que el creixement dels principals països de l'Amèrica Llatina adquireixi impuls. A més a més, les perspectives macroeconòmiques continuen sent molt favorables per a l'economia espanyola.

1. El diferencial del creixement mitjà anual dels beneficis entre les companyies cotitzades de la zona de l'euro i d'Espanya des de l'any 2012 és de 8 p. p.

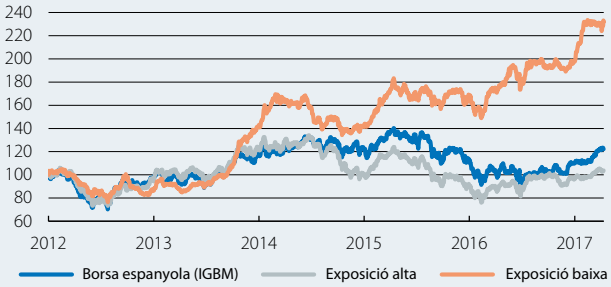
Zona de l'euro i Espanya: variació del PIB i de les borses durant el període 2007-2017 *



Nota: ** Variacions calculades sobre les sèries del PIB anual real. En el cas de les borses, s'utilitza, per a la zona de l'euro, l'índex Eurostoxx i, per a Espanya, l'IGBM (Índex General de la Borsa de Madrid).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de Bloomberg.*

Espanya: índexs borsaris segons l'exposició a Llatinoamèrica *

Índex (100 = gener 2012)



Nota: ** L'Índex General de la Borsa de Madrid (IGBM) comprèn 120 companyies. L'índex «exposició alta» està format per 15 companyies (no bancàries) de l'IGBM que obtenen, de mitjana, el 40% dels seus ingressos de Llatinoamèrica. L'índex «exposició baixa» el formen 15 companyies (no bancàries) de l'IGBM que obtenen, de mitjana, l'1% dels seus ingressos de Llatinoamèrica.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
Indústria									
Consum d'electricitat	1,7	0,1	0,8	0,3	–0,1	4,9	1,3	–2,6	–1,1
Índex de producció industrial	3,3	1,9	1,4	1,9	1,8	2,7	2,4	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,3	–2,3	–2,8	–3,8	–0,6	0,1	1,7	–0,9	–1,3
PMI de manufactures *(valor)*	53,6	53,2	52,5	51,4	54,4	55,6	54,8	53,9	...
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	20,0	43,7	48,1	44,8	36,9	27,5	25,6	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	10,9	12,9	14,1	13,3	13,6	15,7	14,1	...	...
Preu de l'habitatge	1,1	1,9	2,0	1,6	1,5	–	...	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	5,6	8,2	7,5	9,3	10,1	10,3	10,2	9,3	...
PMI de serveis *(valor)*	57,3	55,0	55,5	54,9	54,9	54,2	57,7	57,4	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,0	3,6	3,8	3,8	3,0	–0,9	0,6	1,7	...
Matriculacions d'automòbils	21,3	11,4	17,8	11,0	8,9	10,6	0,1	12,6	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	0,3	–3,8	–3,2	–6,1	–3,2	–2,5	–3,8	–2,2	1,3

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
Afiliats a la Seguretat Social [1]								
Sectors d'activitat								
Indústria	2,2	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	2,9	3,2
Construcció	4,7	2,6	2,1	2,7	3,3	4,7	5,0	6,2
Serveis	3,5	3,2	3,0	3,3	3,5	3,4	3,4	3,4
Situació professional		3,5						
Assalariats	3,5	3,5	3,1	3,5	3,8	3,9	3,9	4,1
No assalariats	1,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**2,7**	**3,0**	**3,3**	**3,3**	**3,4**	**3,5**
Població ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,4**	**2,7**	**2,3**	**–**	**2,3**	**–**
Contractes registrats [3]								
Indefinits	12,3	14,2	17,4	17,9	13,3	19,5	8,4	18,4
Temporals	11,2	7,2	9,1	7,1	6,6	16,7	5,1	14,4
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**9,8**	**7,9**	**7,1**	**16,9**	**5,4**	**14,8**
Atur registrat [3]								
Menors de 25 anys	–11,0	–12,6	–12,0	–14,4	–13,2	–12,3	–14,0	–13,7
Resta d'edats	–7,2	–8,2	–7,5	–8,6	–9,0	–9,2	–9,3	–9,2
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–7,9**	**–9,1**	**–9,4**	**–9,4**	**–9,7**	**–9,6**

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**–0,9**	**–0,2**	**1,0**	**3,0**	**3,0**	**2,3**	**2,7**
Subjacent	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9	1,1	1,0	0,9	...
Aliments sense elaboració	1,8	2,3	2,7	3,5	1,0	2,7	5,4	4,3	...
Productes energètics	–9,0	–8,4	–13,6	–8,6	1,6	17,5	16,8	11,7	...

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual)*	4,3	1,7	0,2	4,3	–1,1	3,2	17,4	8,3
Importacions *(variació interanual)*	3,7	–0,4	–0,7	–0,3	–3,7	3,0	19,0	11,4
Saldo corrent	**14,7**	**21,8**	**15,5**	**18,5**	**20,0**	**21,8**	**22,6**	**23,5**
Béns i serveis	26,2	32,9	26,1	29,3	31,2	32,9	32,8	32,4
Rendes primàries i secundàries	–11,5	–11,1	–10,6	–10,8	–11,2	–11,1	–10,2	–8,9
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**21,7**	**23,6**	**21,8**	**24,0**	**24,3**	**23,6**	**25,1**	**25,7**

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament[1]	**–5,1**	**–4,5**	**–0,7**	**–3,0**	**–2,8**	**–4,5**	**–**	**–**
Administració central	–2,6	–2,7	–0,8	–1,9	–2,6	–2,7	–0,5	–1,0
Comunitats autònomes	–1,7	–0,8	–0,1	–0,6	–0,1	–0,8	–0,1	–0,1
Corporacions locals	0,5	0,6	0,1	0,1	0,5	0,6	–	–
Seguretat Social	–1,2	–1,6	0,2	–0,6	–0,6	–1,6	0,1	0,1
Deute públic *(% PIB)*	**99,8**	**99,4**	**101,2**	**101,1**	**100,4**	**99,4**	**–**	**–**

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	Saldo 02/17[1]
Finançament als sectors no financers[2]									
Sector privat	–3,9	–2,6	–3,2	–2,9	–2,1	–2,1	–1,5	–1,3	1.634,9
Empreses no financeres	–4,0	–2,8	–3,4	–3,2	–2,2	–2,2	–1,4	–1,0	914,2
Llars[3]	–3,6	–2,3	–3,0	–2,5	–2,0	–1,9	–1,7	–1,7	720,7
Administracions públiques[4]	4,0	3,9	3,5	4,2	4,6	3,1	3,9	3,2	1.100,3
TOTAL	**–1,0**	**–0,1**	**–0,6**	**–0,2**	**0,5**	**–0,1**	**0,6**	**0,5**	**2.735,2**
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies									
Total dipòsits	–1,0	–0,3	–0,4	–0,3	–0,3	–0,1	–1,0	–1,4	1.152,3
A la vista	18,5	16,6	16,2	16,0	16,4	17,8	17,3	18,6	444,6
D'estalvi	12,9	12,4	13,4	12,1	11,5	12,5	13,9	14,9	279,6
A termini	–15,3	–17,2	–15,4	–16,4	–17,4	–19,7	–23,0	–25,1	406,8
En moneda estrangera	5,6	–1,1	–4,0	1,6	–1,9	0,1	–1,5	–7,4	21,3
Resta del passiu[5]	–13,0	–15,7	–16,7	–16,3	–11,3	–18,6	–18,9	–13,4	84,0
TOTAL	**–2,2**	**–1,6**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,2**	**–1,6**	**–2,4**	**–2,2**	**1.236,3**
Taxa de morositat *(%)*[6]	**10,1**	**9,1**	**10,0**	**9,4**	**9,2**	**9,1**	**9,2**	**9,1**	**–**
Taxa de cobertura *(%)*[6]	**58,9**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**59,3**	**58,9**	**58,9**	**58,9**	**–**

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

EDUCACIÓ: MÉS IMPRESCINDIBLE QUE MAI

Educació i creixement econòmic

El 1900, Espanya i Finlàndia eren dos països molt semblants: subdesenvolupats, agraris, amb un nivell d'alfabetització molt baix (amb prou feines el 40% de la població) i una renda *per capita* similar. 50 anys després, la renda *per capita* a Finlàndia duplicava l'espanyola, s'havia eradicat l'analfabetisme i l'educació secundària es començava a estendre a tots els estrats socials del país. Mentrestant, a Espanya, l'analfabetisme encara era generalitzat i l'educació secundària era una raresa entre els ciutadans. Gairebé 70 anys després, i malgrat l'enorme desenvolupament econòmic d'Espanya i les millores en l'àmbit educatiu, la renda *per capita* finlandesa encara és superior a l'espanyola. I també ho és el nivell educatiu. Les millores educatives a Finlàndia van ser la clau del seu èxit? En part, segur que sí.

L'educació afecta el creixement econòmic de manera directa, en la mesura que és un element clau en la millora del capital humà. Anem a pams. Diferents factors determinen la capacitat productiva d'una economia. Entre ells, el capital físic, la tecnologia, el nombre de treballadors i la seva qualitat. I aquesta qualitat està determinada, en gran part, pel que es coneix com capital humà (l'*stock* de coneixements, habilitats i hàbits). D'aquesta manera, un increment en el nivell educatiu dels treballadors en millora el capital humà, la qual cosa augmenta la productivitat dels treballadors i es tradueix en un increment de l'*output* de l'economia.

Nombrosos estudis en el camp de l'economia laboral han tractat de mesurar la relació entre l'educació i la productivitat del treballador descrita més amunt, el que es coneix com retorn privat a l'educació. I els resultats han estat àmpliament positius. L'equació desenvolupada per Jacob Mincer el 1974, coneguda com Equació de Mincer, és la precursora de tots aquests estudis. Aquesta equació relaciona el salari dels treballadors (entès com una manera de mesurar-ne la productivitat) amb els anys d'escolarització i amb la seva experiència al mercat laboral.[1] No obstant això, no se li escaparà al lector que aproximar l'educació d'un treballador amb els anys d'escolarització és molt imperfecte, ja que, per exemple, considera que un any extra d'educació primària té el mateix efecte sobre la productivitat del treballador que un any extra d'educació universitària. Així mateix, no considera la diferent qualitat que pot existir en l'educació rebuda, la qual cosa és especialment rellevant en les anàlisis que es realitzen amb dades de diferents països. En aquest sentit, alguns estudis distingeixen entre educació primària, secundària i terciària i afegeixen controls de qualitat, com els resultats d'alguns dels test que es duen a terme a nivell internacional.

Un altre problema més substantiu, i per això més difícil de resoldre, és si aquests estudis mesuren realment l'efecte de l'educació sobre la productivitat o el producte del talent. A tall il·lustratiu, si els individus amb més talent són els que més s'eduquen, l'efecte estimat de l'educació sobre la productivitat capturaria, en bona part, aquest major talent, i no el major nivell educatiu. Amb la finalitat d'evitar aquest problema (per omissió de variables, en paraules tècniques), alguns articles han intentat identificar experiments naturals. Un dels més curiosos és el realitzat amb bessons idèntics que posseeixen diferents anys d'escolarització. Aquests bessons tenen la mateixa càrrega genètica i solen tenir el mateix entorn familiar, de manera que les habilitats i els hàbits haurien de ser molt semblants. Doncs bé, aquests estudis mostren que un any més d'escolarització es tradueix en un augment del salari i, per tant, de la productivitat entre el 6% i el 10%.[2]

A més de l'efecte directe de l'educació sobre la productivitat del treballador, nombrosos economistes apunten també a l'existència d'importants externalitats de l'educació sobre el creixement, molt per damunt dels retorns privats. Paul Romer, per exemple, suggereix que les societats amb un elevat nombre de treballadors altament qualificats generen més idees i, en conseqüència, creixen més. En un treball més recent, Aghion *et al.* presenten un model teòric i una certa evidència empírica que mostra que les economies més avançades es beneficien dels treballadors amb educació universitària, ja que promou la innovació tecnològica, la qual cosa fa més productius el capital físic i el conjunt de la força laboral. D'altra banda, les economies en desenvolupament es beneficien de la població que té educació primària i secundària, perquè els permet imitar les tecnologies desenvolupades als països més rics i augmentar, així, la productivitat del seu capital físic i de la seva força laboral.[3]

1. Vegeu Mincer, Jacob (1974), «Schooling, Experience, and Earnings», NBER Book. D'altra banda, malgrat que el salari reflecteix, en bona part, la productivitat del treballador, hi ha altres elements que el poden afectar, com les lleis, el paper dels sindicats, etc.
2. Vegeu Card, D. (1999), «The causal effect of education on earnings», Handbook of Labor Economics, 3: 1801-1863, per a un resum de la literatura empírica. En aquest resum, a més a més, David Card comenta l'ús de la variable de proximitat geogràfica dels individus a la universitat com una bona *proxy* del nivell educatiu lliure del talent dels individus.
3. Vegeu Romer, P. M. (1990), «Human Capital and Growth: Theory and Evidence», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 32, i Aghion, P. *et al.* (2009), «The Causal Impact of Education on Economic Growth: Evidence from U.S.», Brookings Paper.

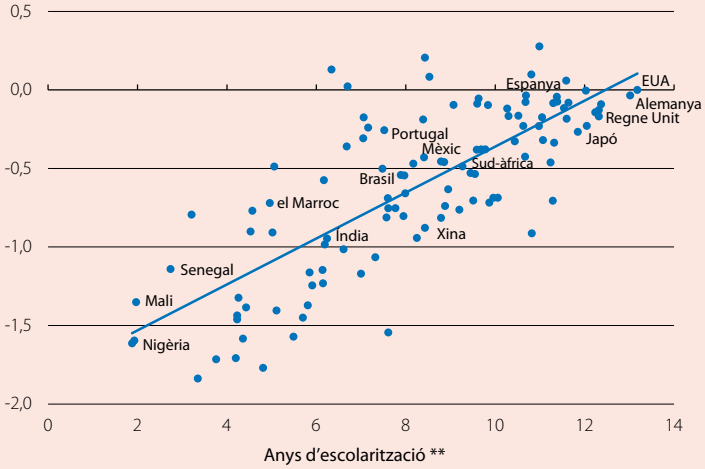
Sens dubte, l'existència d'aquestes externalitats, o retorns socials, i la seva quantificació són importants per al disseny de les polítiques educatives, ja que, si són molt rellevants, es podria donar una situació de subinversió en educació. El motiu és que, en gran part, els individus solen decidir el nivell de formació educativa que volen assolir en funció dels retorns privats que esperen percebre i no tenen en compte el retorn social. Així, un retorn social significatiu justificaria una política d'incentius a una major inversió en educació.

No obstant això, els estudis que se centren en la quantificació dels efectes de l'educació sobre el creixement econòmic i que, per tant, intenten capturar tant el retorn privat com les externalitats s'enfronten, també, a diverses complicacions. Com els estudis centrats en els retorns privats, han de mesurar amb precisió la variable educació, distingint entre diferents nivells educatius i controlant a través de la qualitat. Així mateix, han d'afrontar un problema de causalitat inversa, ja que: són els països que més inverteixen en educació els que més creixen i els que aconsegueixen nivells de renda més elevats? o, en canvi, tendeixen els països amb nivells de renda més elevats a invertir més en educació? Segurament, les dues relacions són certes, però, en aquest cas, ens interessa conèixer la magnitud de la primera d'aquestes relacions, ja que serà la que determinarà les polítiques educatives òptimes.

Amb la finalitat d'identificar la relació d'interès, alguns estudis fan ús de les anomenades variables instrumentals. És a dir, busquen esdeveniments que estiguin relacionats amb el canvi en el nivell educatiu en un determinat país o regió, però que sigui independent de les taxes de creixement en què aquesta regió està immersa. Una missió en molts casos gairebé impossible. Canvis en les lleis d'obligatorietat educativa o nomenaments de polítics en comitès legislatius que determinen inversions educatives als estats dels EUA són alguns dels esdeveniments considerats. No obstant això, en aquests casos, els resultats dels diferents estudis empírics no donen una resposta concloent: alguns troben uns retorns socials clarament superiors als privats, mentre que uns altres troben retorns de la mateixa magnitud.[4]

Creixement i educació: relació entre productivitat i formació

*PIB per treballador (diferència en relació amb els EUA) **



Notes: ** Logaritme del PIB per treballador en un determinat país menys el logaritme per treballador als EUA (any 2010). ** Mitjana dels anys d'escolarització en el total de la població (any 2010).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial i de Barro-Lee (2016).*

Finalment, hi ha un altre tipus d'externalitats derivades de l'educació, entre les quals destaca el foment de la democràcia. Una ciutadania amb un major nivell educatiu tendeix a comptar amb un major associacionisme i amb una participació més important de la societat civil en la presa de les decisions col·lectives, moviments, tots ells, amb un caràcter marcadament democràtic. Així, un major nivell educatiu sol promoure la defensa i l'enfortiment dels sistemes democràtics.[5]

Però, més enllà de la rellevància de l'educació en el creixement econòmic i en el foment de la democràcia, en paraules de les Nacions Unides: «l'educació és un dret fonamental, essencial per poder exercitar tots els altres drets».

Clàudia Canals
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

4. Acemoglu, D. i Joshua, A. (2000), «How Large Ara Human-Capital Externalities? Evidence from Compulsory-Schooling Laws», NBER Macroeconomics Annual, 15: 9-59, mostren un retorn social petit. I Moretti, E. (2004), «Estimating the social return to higher education: evidence from longitudinal and repeated cross-sectional data», Journal of Econometrics, 121, 1: 175-212, mostra un retorn social clarament superior.
5. Vegeu Glaeser, E. L., Ponzetto, G. i Shleifer, A. (2007), «Why Does Democracy Need Education?», Journal of Economic Growth, 12.2: 77-99.

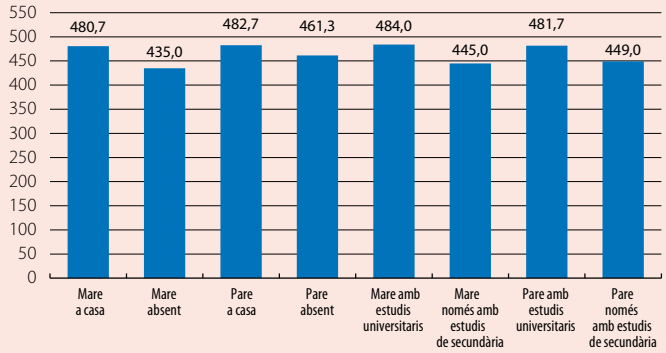
Els pilars de l'educació: una visió moderna

En aquests precisos moments, moltes persones nascudes durant la segona meitat del segle XX s'enfronten a l'enorme repte que representa educar els seus fills. La responsabilitat és majúscula, ja que l'educació marcarà, en bona part, les vides dels seus plançons. I és que, segons els prestigiosos economistes James Heckman i Flavio Cunha, almenys el 50% dels salaris de les persones s'explica per qualitats i per característiques que es determinen abans dels 18 anys.[1] Una manera il·lustrativa de visualitzar la importància de l'educació és imaginar el procés educatiu com un llibre en blanc que, a poc a poc, es va omplint amb els coneixements, les habilitats i els ensenyaments que els individus aprenen al llarg de la vida. Seguint amb la comparació, en aquest article, s'estudiaran quins són els elements clau perquè el llibre tingui una bona prosa i sigui de bon llegir en els primers capítols, o, el que és el mateix, que l'educació sigui de qualitat entre el naixement i l'inici de la vida adulta.

L'educació rebuda està clarament molt condicionada per les persones que envolten l'individu, la qual cosa es pot anomenar «entorn»: tal com diu un savi proverbi africà, «per educar un nen fa falta tota la tribu». Les tres potes que conformen aquest entorn són la família, els professors i els companys.

Educació i situació familiar: la importància dels progenitors

(Puntuació mitjana agregada a les proves PISA)



Nota: *Els resultats del test PISA corresponen al 2012, ja que és quan es va preguntar als alumnes per la seva situació familiar. La puntuació va de 0 a 600 punts i correspon a la mitjana de les notes a les proves de ciència, comprensió lectora i matemàtiques per al conjunt de països que participaven en el test.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

Si ens centrem en la primera pota, hi ha un ampli consens a la comunitat educativa i acadèmica sobre la transcendència de la família en l'educació dels fills. N'hi ha prou amb un exemple: segons un article dels economistes Björklund i Salvanes, entre el 40% i el 60% dels resultats acadèmics dels alumnes s'explica per les característiques de la família.[2] Un altre exemple prové de les proves PISA, uns exàmens estandarditzats a nivell global que realitzen els alumnes de 15 anys: els alumnes que viuen amb les seves mares o les mares dels quals tenen estudis universitaris obtenen una nota molt més alta (això també s'observa per als pares, tot i que la diferència no és tan gran).

Arribats a aquest punt, cal aclarir que els progenitors incideixen no solament en el desenvolupament de les anomenades habilitats cognitives, sinó també, sobre tot el que fa referència a les habilitats no cognitives, és a dir, la perseverança, la sociabilitat, la paciència o l'empatia. La distinció és rellevant, ja que, actualment, hi ha una extensa literatura que qüestiona els límits de les proves PISA. I és que els resultats acadèmics dels adolescents només expliquen, com a màxim, el 17% de la variabilitat dels ingressos futurs.[3] En qualsevol cas, el bon fer dels pares és determinant per a les dues habilitats, tal com ho acrediten Heckman i Cunha en una sèrie d'articles en què constaten la importància dels pares perquè els fills no caiguin en conductes de risc.[4] Per al desenvolupament de les habilitats cognitives, és clau que els pares dediquin temps als seus fills i potenciïn activitats amb un alt valor educatiu, com explicar contes, conversar amb ells constantment o implicar-los en les tasques domèstiques. Un factor encoratjador per als pares amb una formació educativa baixa és que dedicar més temps als fills té un impacte positiu d'una magnitud comparable al fet que els pares tinguin més estudis. En canvi, per estimular les habilitats no cognitives, el que realment influeix és la forma de criar els fills: en particular, inculcar-los disciplina de forma efectiva (encara que no severa) i l'afecte matern. Relacionat amb aquesta última observació, és inqüestionable que les decisions de les mares tenen importants repercussions a llarg termini. Així, per exemple, en un influent article, els economistes Carneiro, Loken i Salvanes estudien una reforma laboral a Noruega en els anys setanta que ampliava el permís de maternitat i mostren que els fills de les mares beneficiades per la reforma gaudien als 30 anys d'un salari mitjà un 8% superior.[5]

Una possible raó subjacent a la importància dels pares és el pes particular que té l'educació en els primers anys de vida, etapa en què els fills passen molt temps amb els seus progenitors. En efecte, està demostrat que la bretxa en el desenvolupament de les

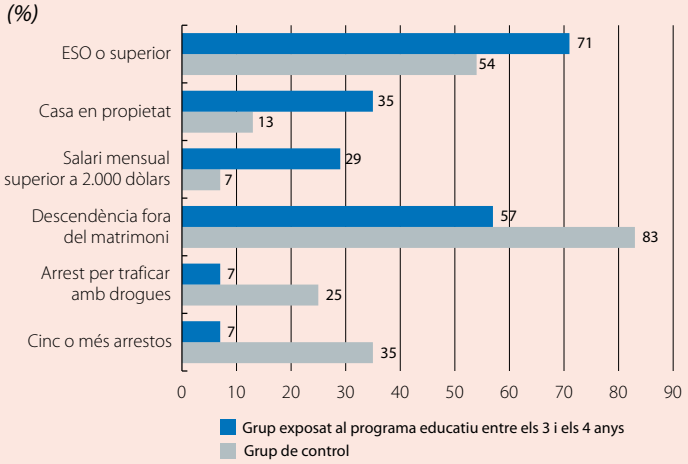
1. Vegeu Cunha, F. i Heckman, J. (2008), «A New Framework for the Analysis of Inequality», Macroeconomics Dynamics.
2. Vegeu Björklund, A. i Salvanes, K. (2011), «Education and Family Background: Mechanisms and Policies», Handbook of the Economics of Education.
3. Vegeu Heckman, J. i Kautz, T. (2012), «Hard evidence on soft skills», Labour Economics.
4. Vegeu, per exemple, Cunha, F. i Heckman, J. (2007), «The technology of skill formation», American Economic Review.
5. Vegeu Carneiro, P., Loken, K. i Salvanes, K. (2015), «A Flying Start? Maternity Leave Benefits and Long Run Outcomes of Children», Journal of Political Economy.

habilitats cognitives i no cognitives es produeix en els primers anys i que, amb posterioritat, aquesta bretxa és molt difícil de reduir.

Si analitzem la situació a Espanya, salta a la vista que és manifestament millorable. Així, segons un estudi sociològic realitzat el 2015,[6] el 63% dels nens entre 6 i 9 anys voldrien passar més temps amb els seus pares. D'altra banda, amb prou feines el 35% de les famílies llegeixen amb els seus fills. Una millora de les polítiques de conciliació laboral facilitaria, sens dubte, que molts progenitors poguessin passar més temps amb els seus fills.

Impacte als 27 anys del projecte Perry Preschool *

(%)



Nota: ** El projecte Perry Preschool és un programa educatiu dirigit a nens afroamericans en risc d'exclusió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la HighScope Educational Research Foundation.*

Una vegada analitzat el pes de la família, és moment de centrar-se en la segona pota de l'entorn, és a dir, els professors, que són també un pilar bàsic. Als EUA, per exemple, cada nen guanyarà 36.000 euros addicionals en ingressos futurs si el seu docent és d'alta qualitat.[7] En els primers anys de vida, els professors poden tenir un paper decisiu, en especial, per als fills de les famílies desestructurades. Un exemple és l'indubtable èxit que va tenir als EUA durant els anys setanta el programa educatiu Perry Preschool,[8] dirigit a nens afroamericans entre 3 i 4 anys en risc d'exclusió social: aquests nois van tenir una vida adulta molt més reeixida que la dels nois en situació similar que no van participar en aquest programa. Dit això, els professors són uns *influencers* poderosos, però el repte al qual s'enfronten les escoles és com seleccionar els millors professionals, qüestió que planteja un problema complex, ja que no és senzill obtenir una bona mètrica que mesuri el rendiment dels professors. Una possible via, adoptada per països amb sistemes educatius lloats a tot el món, com Singapur, Corea del Sud o Finlàndia, és reclutar el 100% del professorat entre el terç superior dels estudiants i conferir a aquesta professió un gran prestigi social. Així mateix, un altre debat clau és si un bon professor neix o es fa. La literatura acadèmica pot aclarir una mica aquest tema, ja que hi ha estudis que relacionen els bons professors amb l'experiència adquirida. Això suggereix que els professors novells poden millorar les seves prestacions si col·laboren amb professors més experimentats.[9] Finalment, si un país vol tenir bons professors, és fonamental que es continuïn formant al llarg de la seva vida professional per adaptar-se als canvis socioeconòmics i tecnològics de la societat. La formació contínua dels professors és, precisament, una altra tasca pendent a Espanya: segons l'OCDE, només el 50% dels mestres participen en cursos de formació i el 97% consideren que ja estan prou formats.

Finalment, la incidència que tenen els companys i els amics és un camp d'estudi en què no existeix una evidència tan concloent com en el cas de la família i dels professors. Aquesta és una àrea que mereixeria ser estudiada en més profunditat, ja que, entre altres coses, això ajudaria a dilucidar si és millor separar els alumnes per habilitats o si és més desitjable que la composició de les classes sigui heterogènia. Així i tot, sí que està demostrat que, en l'àmbit de l'educació superior, els alumnes nord-americans als quals, en el sorteig de les residències universitàries, els toca conviure amb estudiants que posseeixen consoles de joc dediquen menys temps a l'estudi i obtenen pitjors notes.[10]

En definitiva, en aquest article, hem identificat la família i els docents com els pilars fonamentals de l'educació. Un ensenyament que es pot extreure és la importància de l'entorn, ja que l'educació és una responsabilitat de tots i no solament dels docents. Al capdavall, tal com va dir Einstein, «l'educació és el que queda després d'oblidar el que s'ha après a l'escola».

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

6. L'estudi en qüestió és l'Estudi TriNa de la Diversió en família realitzat el 2015.
7. Vegeu Chetty, R., Friedman, J. i Rockoff, J. (2014), «Measuring the Impacts of Teachers: Teacher Value-Added and Student Outcomes in Adulthood», American Economic Review.
8. Aquest programa educatiu es basava en el concepte d'aprenentatge participatiu actiu, la qual cosa significa que els estudiants triaven, amb l'ajuda dels educadors, què aprendre i tenien l'oportunitat d'escollir amb quins materials, idees i persones interactuar.
9. Vegeu Jackson, K., Rockoff, J. i Staiger, D. (2014), «Teacher Effects and Teacher-Related Policies», Annual Review of Economics.
10. Vegeu Stinebrickner, R. i Stinebrickner, T. (2008), «The Causal Effect of Studying on Academic Performance», The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy.

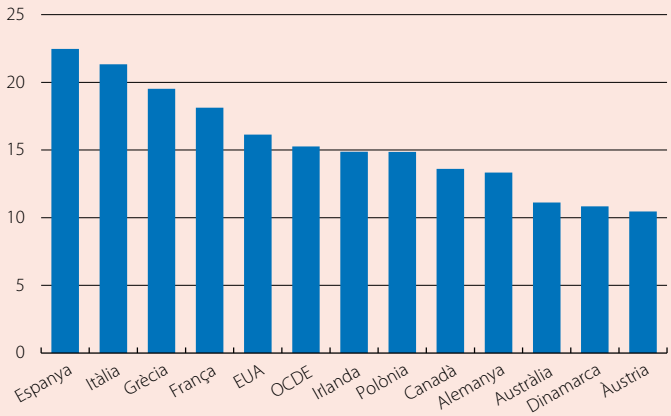
Més enllà del títol: el repte de continuar formant-se al llarg de la vida laboral

En ple enrenou diari, trobar temps per a la formació no és una tasca fàcil. No obstant això, la formació continuada dels treballadors té un paper molt rellevant, tant per potenciar el desenvolupament de noves habilitats davant un entorn en constant evolució tecnològica com per evitar la depreciació dels coneixements en un context d'allargament de la vida laboral. En aquest article, convidem el lector a conèixer els principals factors que determinen la formació en l'edat adulta.

La formació al llarg de la vida laboral, tant per a les persones ocupades com per a les persones aturades, genera un seguit de beneficis. La vasta literatura existent[1] conclou que la formació en l'entorn empresarial augmenta la productivitat dels treballadors mitjançant les millores en el rendiment, en la motivació i en la qualitat del treball. Aquestes millores en productivitat es transformen, al seu torn, en més beneficis per a l'empresa i en salaris més alts per als treballadors.[2] Pel que fa a la formació de les persones aturades, l'evidència empírica suggereix que els programes de formació ben dissenyats milloren la probabilitat de trobar feina, sobretot a mitjà termini. No obstant això, diversos estudis subratllen que les polítiques actives destinades a proveir ajuda per a la recerca de feina tendeixen a ser més efectives que les destinades a la formació de les persones aturades.[3]

Població adulta amb un nivell baix o molt baix de competències en matemàtiques i en comprensió lectora

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (PIAAC 2015).*

Naturalment, no tot allò que es relaciona amb la formació és beneficiós, ja que hi ha costos associats, tant en termes de temps com de diners. La seva magnitud, comparada amb la dels beneficis, determina, en cada cas, la viabilitat de la inversió en formació. En aquest sentit, és rellevant destacar que la despesa en formació dels treballadors no és considerada inversió en la normativa comptable de les empreses, de manera que les empreses l'han de tractar com una despesa en els comptes, sense possibilitat d'amortització. En conseqüència, les empreses tenen més incentius a invertir en formació que tingui un efecte immediat en l'empresa, de manera que l'impacte en els beneficis empresarials sigui el mínim. Aquest sol ser el cas de la formació específica dels treballadors. En canvi, la formació més versàtil (en noves tecnologies, per exemple), tot i que pot no tenir beneficis tan tangibles per a l'empresa a curt termini, sol tenir efectes molt positius per a l'ocupabilitat del treballador, per a l'empresa i per a la societat en conjunt (per a més detalls, vegeu l'article «Ensenyar a aprendre: l'educació davant el canvi tecnològic», en aquest mateix *Informe Mensual)*.

Malgrat l'extensa evidència sobre els beneficis associats a la formació contínua al llarg de la vida laboral, el percentatge de treballadors a Espanya que rep formació per part de l'empresa és inferior a la mitjana de la UE-28 (el 32%, enfront del 37%).[4] Les menors taxes de participació en activitats de formació a Espanya també coincideixen, lamentablement, amb un pitjor nivell de competències en la població adulta. De fet, el 17% dels adults a Espanya no té experiència amb un ordinador, mentre que aquest percentatge queda reduït al 10% per a la mitjana de països de l'OCDE. De la mateixa manera, el lector potser se sorprendrà en descobrir que un de cada tres adults té a Espanya un nivell de competències en matemàtiques i en comprensió lectora baix o molt baix (enfront d'un de cada quatre en la mitjana de l'OCDE), segons el Programa Internacional per a l'Avaluació de les Competències de la Població Adulta (PIAAC 2015).[5] Es podria pensar que aquestes dades més negatives reflecteixen un efecte composició

1. Vegeu, per exemple, Tharenou, P., Saks, Alan M. i Moore, C. (2007), «A review and critique of research on training and organizational-level outcomes», Human Resource Management Review, 17, 251-273.
2. En una metaanàlisi publicada el 2011, es conclou que la participació en programes de formació contínua incrementa el salari una mitjana del 2,6%. Vegeu Haelermans, C. i Borghans, L. (2011), «Wage Effects of On-the-Job Training: A Meta-Analysis». No obstant això, cal reconèixer que els resultats empírics mostren una gran variabilitat, de manera que una bona selecció dels cursos de formació és clau per obtenir bons resultats.
3. Vegeu Card, D., Kluve, J. i Weber, A. (2010), «Active Labor Market Policy Evaluations: A Meta-Analysis», NBER Working Paper, i Kluve, J. (2006), «The Effectiveness of European Active Labor Market Policy», IZA Working Paper. Per a més detalls, vegeu el Dossier «Polítiques per activar el mercat laboral», de l'IM09/2015.
4. Dades del 2015 basades en el percentatge de treballadors que van rebre formació per part de l'empresa en els 12 últims mesos. Vegeu Eurofound (2016), «Sixth European Working Conditions Survey», Overview Report.

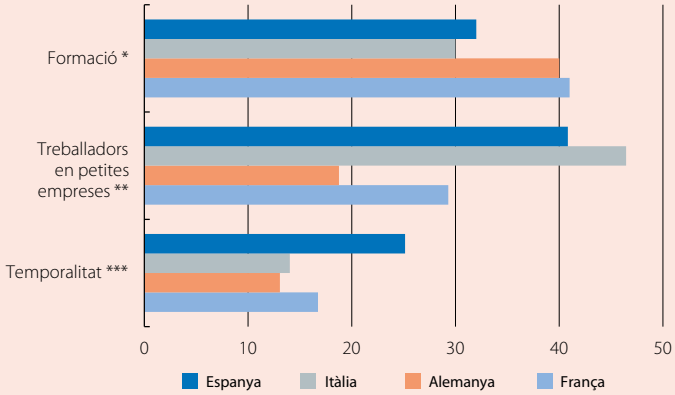
(si Espanya té una població amb més persones de baix nivell educatiu, seria normal pensar que registri un pitjor nivell de competències que els països amb una mitjana de població amb més nivell educatiu). No obstant això, a Espanya, el nivell de competències és més baix que el dels nostres homòlegs europeus en tots els nivells educatius, fins i tot per als superiors, la qual cosa suggereix que les mancances en formació a Espanya no es limiten, només, a la formació en l'edat adulta (vegeu l'article «Els pilars de l'educació: una visió moderna», d'aquest mateix Dossier per a més detalls sobre l'educació en l'edat escolar). Per aclarir una mica la diferència entre el nivell de formació rebut pels treballadors a Espanya i a la mitjana dels països desenvolupats, és útil entendre quins són els principals factors que incentiven la formació dels treballadors.

La literatura existent subratlla diferents aspectes que afecten positivament la formació proveïda per l'empresa: la dimensió empresarial, l'activitat innovadora, el grau d'estabilitat de la relació laboral entre empresa i treballador, l'exposició internacional i el nivell educatiu de la força de treball.[6] De tots aquests aspectes, convé assenyalar-ne dos que podrien jugar un paper destacat a Espanya: la dimensió de l'empresa i el grau d'estabilitat de la relació laboral entre empresa i treballador.

En primer lloc, l'evidència disponible evidencia que les empreses més grans tendeixen a proveir més formació, ja que es beneficien de costos fixos menors i tenen menys dificultats a l'hora de reemplaçar els treballadors que s'absenten de manera temporal per assistir a la formació. En aquest sentit, la reduïda dimensió empresarial observada a Espanya, en comparació amb els països de la UE, podria explicar, si més no parcialment, el menor nivell de formació que reben els treballadors.[7]

Formació, dimensió empresarial i temporalitat

(% sobre el total de treballadors)



Notes: ** Percentatge de treballadors que han rebut formació pagada pel seu ocupador en els 12 últims mesos.*
*** Percentatge de treballadors en petites empreses (entre 1 i 9 empleats).*
**** Percentatge de treballadors amb contracte temporal. Dades del 2015.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

D'altra banda, la relació laboral entre empresa i treballador també pot afectar la quantitat de formació que es realitza. En aquest sentit, com més llarg és el temps que s'espera que el treballador romangui a l'empresa, més incentius tindran tant l'empresa com el treballador per invertir en formació, ja que es podrà rendibilitzar la inversió durant un període més llarg de temps. Davant aquest fet, l'alt nivell de temporalitat existent a Espanya (el 25%), molt per damunt de la mitjana de l'OCDE (l'11,4%), és un clar fre a la formació.

En conseqüència, els beneficis de la formació contínua sobre la productivitat dels treballadors afegeixen raons addicionals als arguments convencionals a favor de l'augment de la dimensió empresarial i de la reducció de la temporalitat laboral existent a Espanya. Dos reptes que caldria no perdre de vista.

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

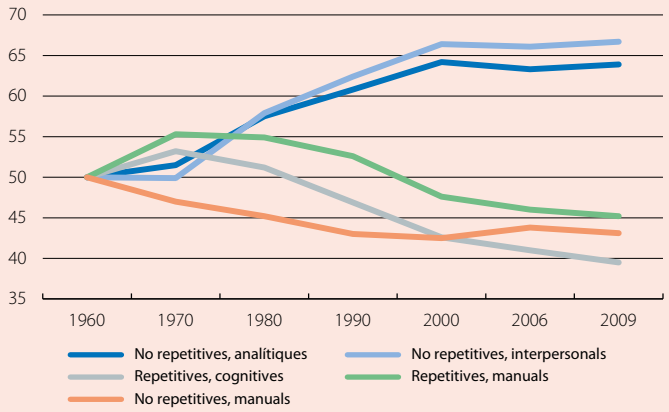
5. Vegeu OCDE (2015), Survey of Adult Skills (PIAAC).
6. Vegeu Bassanini, A. *et al.* (2005), «Workplace Training in Europe», IZA Discussion Papers.
7. A Espanya, el 73% de les persones que treballen en empreses ho fan en petites i mitjanes empreses, mentre que, a la UE-28, aquest percentatge es redueix al 67% (dades del 2015, OCDE). En particular, Espanya és el quart país de la UE amb més percentatge d'empleats en empreses de menys de 10 treballadors (el 40,8%, 10 p. p. per damunt de la mitjana de la UE-28, segons les dades d'Eurostat del 2012).

Ensenyar a aprendre: l'educació davant el canvi tecnològic

Pot ser que el terme «revolució industrial» ens dugui a la memòria la màquina de vapor i els telers del segle XVIII o, si parlem de «revolució tecnològica», un món futurista de cotxes voladors, però no fa falta mirar tan lluny. En els 50 últims anys, les nostres economies s'han transformat profundament i han passat d'estar preeminentment basades en la producció de manufactures a convertir-se en economies terciàries, on prevalen el sector serveis i la producció i el consum de coneixement. Aquest procés, anomenat Tercera Revolució Industrial pel paper que ha jugat la tecnologia digital, ha anat precedit i acompanyat d'un fort desenvolupament del sector educatiu: per exemple, als EUA, el percentatge d'adults amb educació secundària i/o terciària ha passat del voltant del 25% al començament del 1940 a superar el 80% en l'actualitat. I és que l'educació està íntimament lligada al canvi tecnològic: no solament forma els inventors del present i del futur, sinó que dota el conjunt de la població de les eines necessàries per adaptar-se a les noves tecnologies i treure'n el màxim potencial. Així, enfilats a l'esquena de la tecnologia digital, pot ser que ens trobem ja a la vora de la Quarta Revolució Industrial, basada en la intel·ligència artificial. Igual que en les anteriors, aquestes noves onades tecnològiques repercutiran sobre les funcions de l'educació. Vegem com.

Tipus de tasques desenvolupades pels treballadors als EUA

Índex (50 = 1960)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Autor i Price (2013), «The Changing Task Composition of the US Labor Market: An Update of Autor, Levy, and Murnane (2003)».*

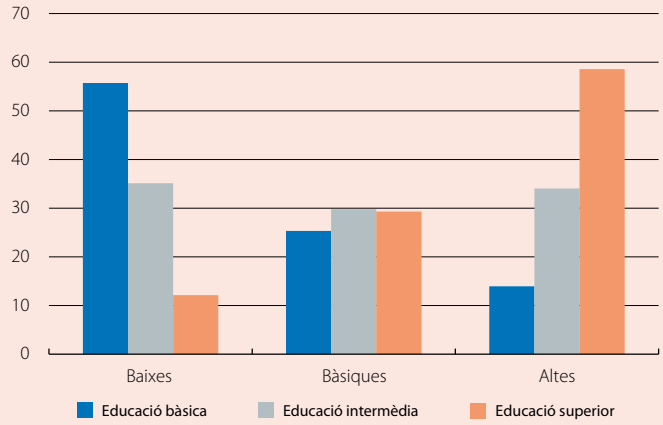
Un primer canvi fonamental que comporta la tecnologia digital és que ara tenim la capacitat d'emmagatzemar i d'accedir a un volum d'informació gairebé infinit, de manera que és impossible concebre l'educació com un simple procés de transmissió d'informació. Enfront de l'èmfasi tradicional en la memorització, en una era digital i de ràpida evolució tecnològica, l'educació ha d'ensenyar a aprendre. Malgrat que el coneixement és a l'abast d'un clic amb el ratolí de l'ordinador, arribar-hi és menys fàcil del que sembla: requereix habilitats, com la capacitat d'identificar la informació rellevant, d'interpretar-la, de processar-la i, cada vegada més important, de comunicar-la. Així, són fonamentals el pensament crític, la capacitat de resolució de problemes, la creativitat i la innovació, la cooperació, la capacitat de fer-se preguntes i les habilitats comunicatives. De fet, ja fa temps que la importància d'aquestes habilitats es reflecteix en la demanda de treball. Autor i Price analitzen quines tasques componen el mercat laboral als EUA i com han evolucionat al llarg del temps.[1] Com ho mostra el primer gràfic, el mercat laboral ha abandonat les activitats manuals i repetitives i ha abraçat les activitats que requereixen habilitats analítiques i interpersonals. Aquests patrons estan exacerbats per les millores en l'automatització, que poden donar lloc a la ja esmentada Quarta Revolució Industrial. Com analitzem a l'article «Arribarà la Quarta Revolució Industrial a Espanya?», del Dossier de l'IM02/2016, els avanços tecnològics en intel·ligència artificial i en les capacitats sensorials tenen el potencial d'automatitzar més tasques, de redibuixar el mapa de les ocupacions i de donar més pes a les professions exigents en termes d'intel·ligència emocional i creativa: les habilitats que ja hem apuntat com a prioritats per al sistema educatiu.

Un segon element fonamental de la revolució digital és que, gràcies a l'expansió d'internet i de les xarxes socials, ens podem comunicar i podem interactuar amb un nombre de persones molt extens. Que es pugui fer a baix cost és un dels factors que expliquen el creixement de l'anomenada *gig economy*,[2] que consisteix en un augment de les relacions laborals amb treballadors per compte propi, com els periodistes *freelance*, i de les relacions laborals vehiculades per internet (per exemple, a través d'Uber o Airbnb). D'aquesta manera, la formació digital és clau per a qualsevol treballador, ja que internet es converteix en la porta d'entrada a un nou mercat laboral. A més a més, també cal tenir en compte que l'emergència de la *gig economy* pot provocar relacions laborals menys estables i més diversificades,[3] de manera que és necessària una formació continuada al llarg de la vida professional que faciliti la capacitat d'adaptació dels treballadors. Com s'explica a l'article «Més enllà del títol: el repte de continuar formant-se al llarg de la vida laboral», en aquest mateix Dossier, el fet que la major part de la formació en edat adulta es dugui a

1. Autor, D. i Price, B. (2013), «The Changing Task Composition of the US Labor Market: An Update of Autor, Levy, and Murnane (2003)», MIT Worker Paper.
2. Vegeu Katz, F. i Krueger, A. B. (2016), «The Rise and Nature of Alternative Work Arrangements in the United States», NBER Working Paper. En el llenguatge dels economistes, l'organització dels treballadors a les empreses s'explica per l'existència de costos de transacció. Internet i les xarxes socials redueixen aquests costos i, de retruc, indueixen l'aparició de relacions laborals alternatives.
3. És a dir, que un mateix empleat treballarà per a més ocupadors.

Habilitats digitals de les persones entre 25 i 54 anys a Espanya (2016)

(% del total d'individus entre 25 i 54 anys)



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

terme entre empreses i treballadors que tenen una relació a llarg termini és degut a la presència de costos educatius elevats i amb uns retorns dispersos al llarg del temps. En aquest sentit, la menor estabilitat de les relacions laborals que comporta la *gig economy* pot tenir efectes ambigus: d'una banda, redueix els incentius de l'ocupador, tradicionalment amb més capacitat de finançament, a contribuir a la formació de l'empleat; de l'altra, el treballador captura una major part dels beneficis d'invertir en la seva formació, la qual cosa l'estimula a formar-se més. Finalment, un fenomen preocupant és que els treballadors que es formen més al llarg de la seva carrera professional són els que ja parteixen d'una major educació reglada, la qual cosa pot amplificar les conseqüències de no aconseguir un bon nivell educatiu en els anys de joventut. Per exemple, el segon gràfic, amb dades per a Espanya, mostra que hi ha una bretxa important entre les habilitats digitals dels treballadors adults amb educació superior i les dels treballadors amb educació bàsica.

Un factor obvi és que les tecnologies digitals han passat a formar part del nostre dia a dia, de manera que requereixen que tothom tingui almenys un domini bàsic de les tecnologies de la informació i la comunicació (TIC) i que formem especialistes que nodreixin el sector. Clarament, aquest és un dels beneficis directes d'incorporar les tecnologies digitals com a part de les eines de l'educació. Però, més enllà d'aquest benefici directe, hi ha una discussió sobre si l'ús de les TIC a les aules pot representar una millora general en el procés d'aprenentatge. Per exemple, la distribució dels continguts educatius en vídeos i en aplicacions informàtiques permet un aprenentatge més a la mesura de cada estudiant i que el mestre, amb un rol menor en la transmissió d'informació, dediqui més temps a l'atenció individualitzada de cada alumne. A més a més, l'aprenentatge és un procés social (l'evidència empírica mostra que l'adquisició de coneixements és més efectiva quan es deriva d'interaccions socials), de manera que la naturalesa interactiva de les TIC pot ser especialment útil, ja que augmenta el nombre de possibles relacions socials (per exemple, mitjançant les xarxes socials). Finalment, l'ús d'eines digitals a les aules permet registrar les dades de l'aprenentatge perquè, amb posterioritat, la comunitat científica pugui analitzar quins mètodes funcionen millor. Què diu, doncs, l'evidència sobre l'ús de les TIC a les aules? Els nombrosos estudis empírics donen resultats decebedors: no sembla que les TIC millorin el rendiment escolar dels estudiants.[4] Malgrat que hi ha diferents raons per les quals aquests resultats poden no ser concloents,[5] una reflexió interessant que es desprèn d'aquest no-resultat és si, realment, mesurem bé el funcionament educatiu: en un entorn tecnològic canviant, les habilitats que ha de transmetre l'educació (pensament crític, creativitat, treball en equip, etc.) són especialment difícils de capturar pels tests estandarditzats amb què avaluem l'educació i com fer-ho correctament continua sent una qüestió oberta.

En definitiva, si Isaac Newton va dir que «si he pogut veure-hi més enllà és perquè estic assegut damunt les espatlles de gegants», avui ens trobem damunt de gegants més alts que mai: una educació intel·ligent ens ajudarà a veure encara més lluny.

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

4. Vegeu el repàs a la literatura de Bulman, G. i Fairlie, R. W. (2016), «Technology and Education: Computers, Software, and the Internet», Handbook of the Economics of Education, vol. 5. Pel que fa a l'impacte de l'ensenyament per internet, l'evidència també mostra que els resultats dels estudiants presencials són lleugerament millors que els dels estudiants a distància. No obstant això, en la mesura que els cursos per internet tenen un menor cost per estudiant, això no significa que no puguin ser costos efectius.

5. Per exemple, perquè els estudiants es beneficiïn de l'ús de les TIC, necessiten que la inversió escolar en TIC superi uns nivells mínims i que els mestres estiguin prou formats. A més a més, la veritable diferència en l'exposició dels estudiants a les tecnologies digitals pot procedir de fora de l'escola (ús domèstic d'ordinadors, mòbils, consoles, etc.).

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?
Enric Fernández, Gerard Arqué i Cristina Plata, 02/2017

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

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 2016

	MILIONS €
Recursos de clients	303.895
Crèdit a la clientela, brut	204.857
Resultat atribuït al Grup	1.047
Capitalització borsària	18.768
Clients (milions)	13,8
Empleats del Grup CaixaBank	32.403
Oficines a Espanya	5.027
Terminals d'autoservei	9.479

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓ BANCÀRIA "la Caixa": PRESSUPOST 2017

	MILIONS €
Social	304,2
Investigació i formació d'excel·lència	79,6
Divulgació, cultura i coneixement	126,2
TOTAL PRESSUPOST	**510**

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