

# IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 381 | JULIOL-AGOST 2014



## ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

---

MERCATS FINANCERS  
*El BCE mou fitxa*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Hi ha un canvi de tendència  
del comerç mundial?*

UNIÓ EUROPEA  
*Banc d'Anglaterra: noves mesures  
per a nous temps*

ECONOMIA ESPANYOLA  
*Inversió a Espanya: quantitat i qualitat?*

## DOSSIER: PRIMERES MATÈRIES: FONT DE CREIXEMENT

---

*L'evolució de les primeres matèries:  
una perspectiva a llarg termini*

*El curiós cas de les terres rares:  
la crisi que no serà*

*L'Amèrica Llatina podria resistir un xoc  
negatiu en les primeres matèries?*

*Petroli: l'estabilitat té un preu*

**INFORME MENSUAL**

Juliol-Agost 2014

**"la Caixa"**

ESTUDIS I ANÀLISI ECONÒMICA

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

Tel. 93 404 76 82

Telefax 93 404 68 92

[www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)

Correu electrònic:

Per a consultes relatives

a l'*Informe Mensual*:[informemensual@lacaixa.es](mailto:informemensual@lacaixa.es)

Per a subscripcions (altes, baixes...):

[publicacionsestudis@lacaixa.es](mailto:publicacionsestudis@lacaixa.es)

Data de tancament d'aquesta edició:

30 de juny de 2014



- Jordi Gual  
Economista en cap
- Oriol Aspachs  
Director d'Economia Europea
- Enric Fernández  
Director d'Anàlisi Econòmica
- Avelino Hernández  
Director de Mercats Financers  
i Economia Internacional

**ÍNDEX****1 EDITORIAL****3 RESUM EXECUTIU****4 PREVISIONS****6 MERCATS FINANCERS**9 *El BCE mou fitxa*10 *Tipus baixos i poca volatilitat: una arma de doble tall***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *Hi ha un canvi de tendència del comerç mundial?*16 *El retorn de la inversió als EUA: mai no és tard quan arriba***18 UNIÓ EUROPEA**21 *Banc d'Anglaterra: noves mesures per a nous temps*22 *Hongria: una recuperació que perd pols***24 ECONOMIA ESPANYOLA**27 *Inversió a Espanya: quantitat i qualitat?*28 *La millora del consum de les llars a Espanya va rodada*29 *La reforma tributària i l'ajust del dèficit públic***32 DOSSIER: PRIMERES MATÈRIES:  
FONT DE CREIXEMENT**32 *L'evolució de les primeres matèries: una perspectiva  
a llarg termini*

Carlos Martínez Sarnago

34 *El curiós cas de les terres rares: la crisi que no serà*

Clàudia Canals

36 *L'Amèrica Llatina podria resistir un xoc negatiu  
en les primeres matèries?*

Àlex Ruiz

38 *Petroli: l'estabilitat té un preu*

Jordi Singla Martínez

## Recuperació i demanda interna

La reactivació de l'economia espanyola en els últims mesos, en el context d'una zona de l'euro en què l'expansió encara presenta clarobscur, ha sorprès molts analistes per la seva continuïtat i vigor. S'esperava que la recuperació fos impulsada per la demanda externa, com així ha succeït, però no s'anticipava que la demanda interna reaccionés amb la celeritat i amb el nervi que estem observant. La inesperada embranzida del mercat interior, en especial el consum privat i la inversió en equipaments, és deguda, segurament, al dràstic canvi en la confiança dels empresaris i de les famílies, un cop abandonats els escenaris apocalíptics considerats fa només un o dos anys. A més a més, el retorn a Espanya del finançament privat internacional ha estat clau per alleujar les tensions financeres internes i per contribuir a aturar la caiguda dels preus dels actius del país.

En el moment actual, proliferen les propostes de política econòmica que consideren que la demanda interna ha de ser reforçada per impulsar més el creixement i, d'aquesta manera, absorbir amb més rapidesa l'enorme borsa d'atur que encara pateix l'economia espanyola. Segons aquesta visió, no és prudent esperar que la reactivació provingui només de la demanda externa. D'una banda, pel seu menor pes relatiu en l'economia. I, de l'altra, perquè fer més esforços per reduir els costos laborals per unitat de producte pot ser perjudicial, ja que incideixen, s'argumenta, en el poder adquisitiu de la població i, en últim terme, en el consum i en el ritme d'activitat.

No obstant això, és important destacar els seriosos riscos que corre l'economia espanyola si el creixement dels pròxims anys es basa, de forma exagerada, en la demanda interna. Si això succeís, segurament seria possible aconseguir, amb una certa rapidesa, taxes d'expansió del PIB properes al 3%, però això seria a costa de desfer una part del camí recorregut en la correcció dels desequilibris en els últims temps.

Un creixement accelerat de la demanda interna revertiria els guanys de competitivitat i l'equilibri dels comptes exteriors del país assolit l'any passat. Comportaria, probablement, un ajust més ràpid dels comptes públics, però seria un ajust basat en l'evolució cíclica de l'economia, no en canvis estructurals en els pressupostos públics. I, finalment, s'aturaria, també, el procés de despallanquejament, que, atesa la magnitud de l'endeutament privat del país, no es pot donar encara per finalitzat. És possible, en definitiva, que un fort impuls de la demanda interna provoqui un període de bonança, el qual, però, aniria seguit d'una etapa d'ajust quan els mercats financers internacionals o les autoritats europees exigeixin polítiques que canalitzin de nou la correcció dels desequilibris macroeconòmics.

La recuperació de l'economia espanyola s'ha de continuar basant, principalment, en la competitivitat exterior, ampliant el superàvit enfront de la resta del món per restablir, de forma gradual, una posició d'endeutament extern que en redueixi la vulnerabilitat davant els vaivens del sentiment dels inversors internacionals. L'expansió de la demanda interna serà una conseqüència de l'èxit d'aquesta estratègia i, gradualment, anirà guanyant força a mesura que millori la renda disponible dels ciutadans. A més a més, l'esforç per continuar recuperant competitivitat és clau pels efectes beneficiosos sobre l'equilibri exterior i per la generació de llocs de treball. Així, no es tracta d'un enfocament que incideixi negativament en el consum i en la demanda interna, ja que aquestes magnituds depenen, fonamentalment, de l'evolució de l'ocupació i, en particular, de les expectatives que tenen els ciutadans de trobar una feina.

**Jordi Gual**  
Economista en cap  
30 de juny de 2014

## CRONOLOGIA

### JUNY 2014

- 5 El BCE situa el **tipus refi en el 0,15%** i el tipus d'interès de la facilitat de dipòsit en el **-0,10%**. Addicionalment, anuncia un ampli paquet de mesures, entre les quals destaquen les **operacions de refinançament condicionades al crèdit (TLTRO)**, que se celebraran trimestralment a partir del setembre del 2014 fins al juny del 2016.

### MAIG 2014

- 23 Standard & Poor's revisa a l'alça la **nota creditícia d'Espanya** de BBB- a BBB.
- 25 **Eleccions al Parlament Europeu** per a la legislatura 2014-2019.

### ABRIL 2014

- 29 L'**Autoritat Bancària Europea** publica la metodologia i els **escenaris macroeconòmics** per a la realització de les proves d'estrès del sistema bancari europeu.

### MARÇ 2014

- 7 El Consell de Ministres aprova un **Reial Decret-Llei** per al **refinançament i la reestructuració del deute empresarial** amb l'objectiu de facilitar la supervivència d'empreses viables amb una càrrega financera elevada.
- 20 El Consell Europeu i l'Eurocambra arriben a un acord per modificar la proposta inicial sobre el **Mecanisme Únic de Resolució** (s'escurcen els terminis per a la dotació del fons únic de resolució i se simplifica la presa de decisions).

### FEBRER 2014

- 3 **Janet Yellen** és investida presidenta del Comitè de Mercat Obert de la **Reserva Federal** dels Estats Units.

### GENER 2014

- 15 **Espanya** tanca amb èxit el **programa d'ajuda financera** per a la recapitalització de la banca.

## AGENDA

### JULIOL 2014

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).  
Taxa d'estalvi de les llars (primer trimestre).
- 3 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 7 Índex de producció industrial (maig).
- 16 Comerç exterior (juny).
- 18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
- 21 Comptes financers (primer trimestre).
- 24 Enquesta de població activa (segon trimestre).
- 29 Execució pressupostària del Govern (juny).
- 30 Avanç del PIB d'Espanya (segon trimestre).  
Avanç IPC (juliol).  
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (juliol).  
Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
Avanç del PIB dels Estats Units (juliol).
- 31 Balança de pagaments (maig).

### AGOST 2014

- 4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juliol).
- 7 Índex de producció industrial (juny).  
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 18 Comerç exterior (juliol).  
Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (juny).
- 28 Avanç IPC (agost).  
Comptabilitat nacional trimestral (segon trimestre).
- 29 Execució pressupostària del Govern (juliol).  
Balança de pagaments (juny).  
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (agost).

## 2014, un any que va de menys a més

**El creixement mundial s'accelerarà en el que queda d'any.** Un cop arribats a l'equador de l'exercici 2014, què cal esperar per a la segona meitat d'enguany? A nivell global, les previsions considerades mostren que el ritme d'activitat, que havia tendit a decebre al començament del 2014 i que ha millorat de forma apreciable en el 2T, tendirà a accelerar-se en els dos últims trimestres. Aquesta tendència permetrà que, el 2014, el creixement mundial se situï en el 3,4%, el millor registre des del 2011. El 2015, l'activitat perllongarà l'expansió, i el PIB mundial assolirà un avanç del 3,9%. Aquesta perspectiva positiva no ha impedit que els bancs centrals mantinguin els missatges i les actuacions ultraexpansives: la Fed ha reiterat que la normalització monetària serà lenta, i el BCE ha adoptat un ampli paquet de mesures que busquen, en última instància, allunyar l'amenaça deflacionista i consolidar la recuperació europea. Arran d'aquestes actuacions, els tipus d'interès s'han mantingut en nivells baixos (EUA) o han baixat (Alemanya), les primes de risc dels bons (corporatius, emergents i perifèrics) s'han reduït i les borses han tendit a pujar. Malgrat que aquests desenvolupaments financers són positius, preocupa que el to acomodatiu dels bancs centrals pugui incrementar el grau de complaença davant el risc.

**Els EUA tornen a créixer.** A mesura que ens allunyem de l'atípic 1T, notablement afectat per unes condicions climàtiques adverses i pel retard en la posada en marxa de l'*Obamacare* (els consumidors, per estalviar en la factura, van ajornar les visites mèdiques per esperar que entrés en vigor la cobertura sanitària), sembla clar que la reactivació guanya en intensitat i en solidesa. En intensitat, perquè, amb els indicadors d'alta freqüència a la mà, és probable que el creixement del 2T se situï a la zona del 4% intertrimestral anualitzat; en solidesa, perquè el patró del creixement es beneficiarà d'una major contribució del consum privat, un dels seus components menys volàtils. Aquest increment de l'activitat va acompanyat de dues tendències positives addicionals: malgrat un cert repunt a l'abril i al maig, els preus continuen sense mostrar tensions preocupants i el mercat laboral es comporta millor del previst, en especial en matèria de creació d'ocupació.

**Recuperació gradual, però fragmentada, a la zona de l'euro.** El creixement de la zona de l'euro es va situar, en el 1T, en el 0,9% interanual, un ritme d'avanç del PIB que, atesa l'evolució dels indicadors avançats d'activitat, es podria repetir o, fins i tot, millorar de forma moderada. No obstant això, dos aspectes continuen sent preocupants. El primer,

el contrast que s'observa entre economies com l'alemanya o algunes de les perifèriques, on la recuperació és més dinàmica, i França, Itàlia o els Països Baixos, on els registres continuen decebent. Fora de la zona de l'euro, cal destacar el to expansiu de l'economia britànica, l'evolució recent de la qual justifica una revisió a l'alça del creixement previst per al 2014. El segon àmbit de preocupació és el manteniment de la inflació en cotes baixes. En aquest context, el BCE ha optat per actuar amb un ampli paquet de mesures expansives (rebaixa del tipus d'interès, noves operacions de liquiditat per a la banca, etc.), que busca relaxar les condicions monetàries, reactivar el crèdit bancari i combatre el risc de deflació. En el nostre escenari central, a mesura que avanci el 2014 i, més clarament, el 2015, la recuperació tendirà a consolidar-se i facilitarà que la inflació remunti posicions i s'allunyi de les preocupants cotes actuals.

**La demanda interna dona suport al creixement de l'economia espanyola.** El progrés dels indicadors més recents de consum, d'inversió i de mercat laboral indica que la demanda interna continua sent el principal responsable del vigor creixent de l'economia espanyola. Aquest avanç de la demanda interna ha provocat un repunt notable de les importacions, la qual cosa ha frenat la correcció del dèficit comercial. Així i tot, s'espera que, en els pròxims mesos, les exportacions, ajudades per l'excel·lent comportament del turisme, reprenguin taxes de creixement més robustes. Si s'hi afegeix l'efecte, encara no quantificable, de les mesures expansives del BCE i de la reforma fiscal espanyola, el risc és que el creixement acabi sent superior al considerat. Malgrat aquest context de recuperació interna, l'evolució dels preus –al maig, la inflació es va situar en el 0,2% interanual– motiva que revisem moderadament a la baixa la previsió d'inflació per al 2015, que situem ara en l'1,1% (l'1,3% anterior). En aquest context de reactivació econòmica, i també dels ingressos fiscals, el Govern presenta una reforma tributària amb l'objectiu de reduir l'esforç fiscal de les empreses i de les famílies. Destaquen els canvis en l'IRPF: reducció del nombre de trams, de 7 a 5, i rebaixa dels tipus impositius.



## PREVISIONS

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

### Economia internacional

	2012	2013	2014	2015	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015
<b>CREIXEMENT DEL PIB</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	3,2	2,9	3,4	3,9	3,3	3,3	3,4	3,6	4,1	4,0
<b>Països desenvolupats</b>										
Estats Units	2,8	1,9	2,2	3,1	1,5	2,1	2,3	2,8	4,2	3,5
Zona de l'euro	-0,6	-0,4	1,0	1,5	0,9	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5
Alemanya	0,9	0,5	1,9	1,8	2,3	1,8	1,8	1,9	1,5	1,8
França	0,0	0,3	0,7	1,2	0,8	0,4	0,7	0,9	1,2	1,2
Itàlia	-2,6	-1,9	0,2	1,2	-0,5	0,1	0,5	0,6	1,1	1,1
Espanya	-1,6	-1,2	1,2	1,7	0,5	1,0	1,4	1,7	1,8	1,8
Japó	1,4	1,5	1,4	1,3	2,8	1,0	0,7	1,0	-0,2	1,4
Regne Unit	0,3	1,7	2,8	2,1	3,1	3,0	2,6	2,4	2,1	2,0
<b>Països emergents</b>										
Rússia	3,4	1,3	0,5	1,4	0,9	0,2	0,4	0,7	1,0	1,2
Xina	7,7	7,7	7,5	7,4	7,4	7,6	7,3	7,6	7,9	7,6
Índia <sup>2</sup>	4,5	4,7	5,4	6,4	4,6	4,8	5,1	5,7	5,7	6,3
Brasil	1,0	2,5	1,7	2,4	1,9	0,9	1,9	2,0	2,3	2,4
Mèxic	4,0	1,1	2,9	3,8	1,8	2,5	3,3	4,0	3,7	3,8
Polònia	2,1	1,6	3,2	3,5	3,5	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4
Turquia	2,1	4,0	2,3	3,4	4,3	1,3	1,5	2,2	3,0	3,2
<b>INFLACIÓ</b>										
<b>Mundial<sup>1</sup></b>	4,0	3,3	3,5	3,3	3,3	3,5	3,6	3,6	3,5	3,3
<b>Països desenvolupats</b>										
Estats Units	2,1	1,5	1,9	1,8	1,4	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8
Zona de l'euro	2,5	1,4	0,8	1,3	0,7	0,6	0,9	1,2	1,2	1,3
Alemanya	2,1	1,6	1,1	1,7	1,0	0,9	1,1	1,4	1,5	1,6
França	2,2	1,0	0,9	1,5	0,9	0,8	1,0	1,1	1,3	1,4
Itàlia	3,3	1,3	0,6	1,3	0,5	0,4	0,6	0,9	1,2	1,3
Espanya	2,4	1,4	0,4	1,1	0,0	0,2	0,4	0,9	1,0	1,1
Japó <sup>3</sup>	0,0	0,4	2,9	1,8	1,5	3,6	3,4	3,0	3,3	0,9
Regne Unit	2,8	2,6	1,8	2,1	1,7	1,6	1,8	2,0	2,0	2,0
<b>Països emergents</b>										
Rússia	5,0	6,8	6,4	5,1	6,4	6,9	6,4	6,0	5,4	5,2
Xina	2,7	2,6	2,5	2,8	2,3	2,2	3,0	2,6	3,0	2,9
Índia <sup>4</sup>	7,3	6,4	6,2	6,5	5,7	5,2	4,1	6,2	8,6	6,8
Brasil	5,4	6,2	6,4	5,7	5,8	6,4	6,8	6,5	6,0	5,8
Mèxic	4,1	3,8	3,9	3,3	4,2	3,6	4,0	3,9	3,6	3,4
Polònia	3,8	1,2	1,1	2,2	0,9	1,0	1,2	1,3	2,0	2,2
Turquia	8,9	7,5	8,2	6,6	8,0	8,7	8,2	8,0	6,7	6,7

Notes: 1. En paritat de poder adquisitiu. 2. Dades anuals representen any fiscal i cost de factors. 3. Té en compte la pujada de l'impost al consum prevista per a l'abril del 2014. 4. Preus de venda a l'engròs.

Previsions

## Economia espanyola

	2012	2013	2014	2015	1T 2014	2T 2014	3T 2014	4T 2014	1T 2015	2T 2015
<b>Agregats macroeconòmics</b>										
Consum de les llars	-2,8	-2,1	1,7	1,4	1,6	1,9	1,6	1,5	1,4	1,4
Consum de les AP	-4,8	-2,3	-1,1	-2,1	-0,2	-0,5	-2,6	-1,2	-4,0	-3,0
Formació bruta de capital fix	-7,0	-5,0	0,1	2,3	-1,1	0,8	0,2	0,7	1,4	2,2
Béns d'equipament	-3,9	2,3	8,1	5,5	11,3	7,8	6,6	6,6	5,1	5,6
Construcció	-9,7	-9,6	-5,4	0,2	-8,7	-4,8	-4,4	-3,8	-1,0	0,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	-4,1	-2,7	0,7	0,8	0,6	1,1	0,5	0,7	0,3	0,6
Exportació de béns i serveis	2,1	4,9	5,3	5,5	8,1	3,1	4,5	5,5	7,0	5,9
Importació de béns i serveis	-5,7	0,4	4,5	3,0	9,3	3,5	2,0	3,0	2,7	2,9
<b>Producte interior brut</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
<b>Altres variables</b>										
Ocupació	-4,8	-3,4	0,8	1,4	-0,3	0,7	1,2	1,5	1,7	1,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	24,8	26,1	24,8	23,6	25,9	24,8	24,1	24,4	24,5	23,6
Índex de preus de consum	2,4	1,4	0,4	1,1	0,0	0,2	0,4	0,9	1,0	1,1
Costos laborals unitaris	-3,0	-1,5	-1,2	0,5	-0,9	-1,4	-1,2	-1,4	0,4	0,6
Saldo op. corrents (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-1,2	0,8	1,1	1,4	0,4	0,6	0,9	1,1	1,2	1,2
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-0,6	1,5	1,7	2,0	1,1	1,2	1,5	1,7	1,8	1,8
Saldo públic (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-10,6	-7,1	-5,6	-4,2	-7,0					

## Mercats financers

<b>TIPUS D'INTERÈS</b>										
<b>Dòlar</b>										
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,33
Líbor 3 mesos	0,43	0,27	0,26	0,71	0,24	0,23	0,27	0,31	0,36	0,58
Líbor 12 mesos	1,01	0,68	0,60	1,14	0,56	0,55	0,61	0,69	0,82	1,02
Deute públic a 2 anys	0,27	0,30	0,53	1,45	0,36	0,40	0,58	0,78	1,07	1,31
Deute públic a 10 anys	1,78	2,33	2,84	3,63	2,75	2,62	2,85	3,14	3,40	3,55
<b>Euro</b>										
Refi BCE	0,88	0,54	0,19	0,15	0,25	0,22	0,15	0,15	0,15	0,15
Euríbor 3 mesos	0,57	0,22	0,24	0,19	0,30	0,30	0,19	0,18	0,18	0,18
Euríbor 12 mesos	1,11	0,54	0,53	0,53	0,56	0,57	0,49	0,48	0,49	0,50
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	0,08	0,13	0,09	0,25	0,14	0,11	0,04	0,06	0,13	0,21
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	1,55	1,62	1,52	1,94	1,68	1,43	1,42	1,55	1,69	1,87
<b>TIPUS DE CANVI</b>										
\$/euro	1,29	1,33	1,35	1,29	1,37	1,37	1,34	1,31	1,30	1,29
¥/euro	102,71	129,65	141,35	144,05	140,98	140,98	141,93	141,48	141,98	143,37
£/euro	0,81	0,85	0,82	0,85	0,83	0,82	0,82	0,82	0,81	0,81
<b>PETROLI</b>										
Brent (\$/barril)	111,38	108,47	109,39	109,43	107,74	109,65	111,61	108,47	108,63	109,12
Brent (euros/barril)	86,61	81,67	81,15	84,88	78,61	79,96	83,30	82,80	83,78	84,48

Nota: 1. Acumulat quatre trimestres.

Previsions

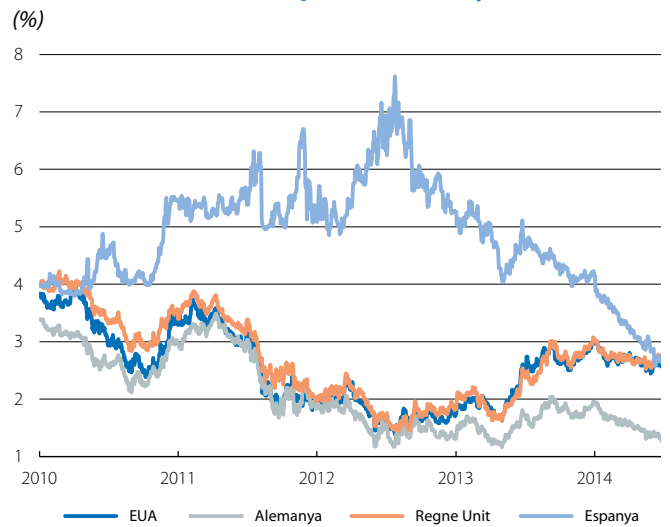
## CONJUNTURA · Puja la temperatura

La combinació de les bones dades de creixement econòmic amb les actuacions o els missatges ultraexpansius dels bancs centrals ha exercit, de nou, una influència molt poderosa sobre els mercats. La Fed ha reiterat el missatge *dovish* i insisteix que la normalització monetària serà lenta. Per la seva banda, el BCE ha adoptat un ambiciós paquet de mesures per apuntalar el creixement de la zona de l'euro i allunyar l'amenaça deflacionista. La reacció dels inversors ha estat clara: els tipus d'interès i les *yields* lliures de risc s'han mantingut en nivells baixos (EUA) o, fins i tot, han davallat encara més (Alemanya); les primes de risc dels bons corporatius, perifèrics i emergents s'han reduït, i les borses han pujat fins a nous màxims històrics en alguns índexs. Les volatilitats estan en nivells molt baixos en totes les classes d'actius. Una de les baules clau d'aquesta dinàmica és l'augment de l'apetència pel risc entre els inversors. No obstant això, el to acomodatiu dels bancs centrals pot exagerar el grau de complaença davant el risc i provocar processos de sobreescalfament de les cotitzacions i/o un endeutament insostenible.

**El BCE imprimeix més laxitud a la seva política.** L'entitat va complir amb escriure les expectatives i, en la cita del juny, va decidir posar en marxa un ampli i ambiciós paquet de mesures expansives (vegeu el Focus «El BCE mou fitxa»), entre les quals destaquen les retallades del tipus rector fins al 0,15% i de la remuneració de la facilitat de dipòsit al -0,10% i la concessió de préstecs a molt llarg termini als bancs condicionada a la provisió de nou crèdit (TLTRO, per les sigles en anglès). Els motius que justifiquen aquestes actuacions són: (i) la conveniència de relaxar les condicions monetàries (tipus a curt termini i cotització de l'euro); (ii) la necessitat de reactivar el crèdit bancari, i (iii) el propòsit de combatre el risc de deflació. Aquestes accions podrien comportar una millora gradual de la conjuntura econòmica i un augment de la inflació. No obstant això, Draghi va insistir en la disposició de l'entitat per ampliar encara més els estímuls si fos necessari. En aquest sentit, el BCE va anunciar que activarà els preparatius per a un eventual programa de compres d'ABS (titulitzacions, possiblement de crèdits bancaris a pimes). El debat sobre la seva conveniència i viabilitat és intens. El president del BCE ha insinuat que aquesta eina només s'utilitzarà si la concessió de crèdit i les expectatives d'inflació no flexionen a l'alça. Ara com ara, la reacció dels mercats monetaris ha estat immediata. En aquest sentit, destaca el descens dels tipus EONIA i euríbor fins a nivells mínims. Als mercats de deute també s'ha observat un descens de les *yields*. Per la seva banda, el tipus de canvi de l'euro ha cedit posicions enfront del dòlar, però no gaire: encara es troba al voltant dels 1,36 dòlars.

**La Reserva Federal, sense pressa.** La reunió de l'FOMC no va aixecar tanta expectació com la del BCE, tot i que, a mitjà termini, podria arribar a tenir més impacte sobre els mercats. El to va ser clarament *dovish*. És cert que, tal com s'esperava, la Fed va acordar un nou pas en el *tapering*, amb la reducció de 10.000

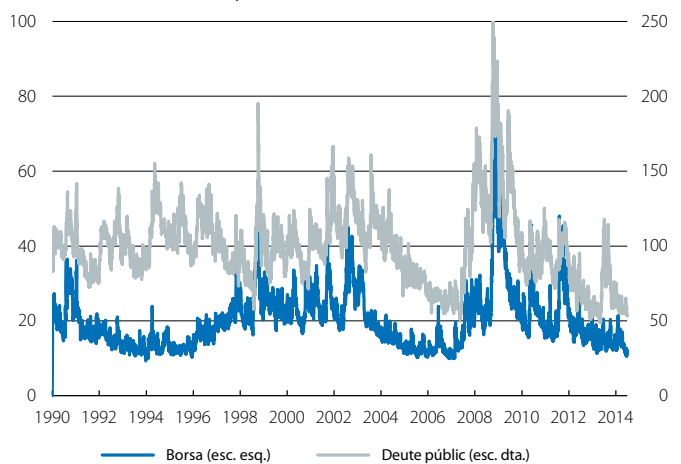
### Rendibilitats del deute públic a 10 anys



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

### EUA: volatilitat implícita als mercats financers

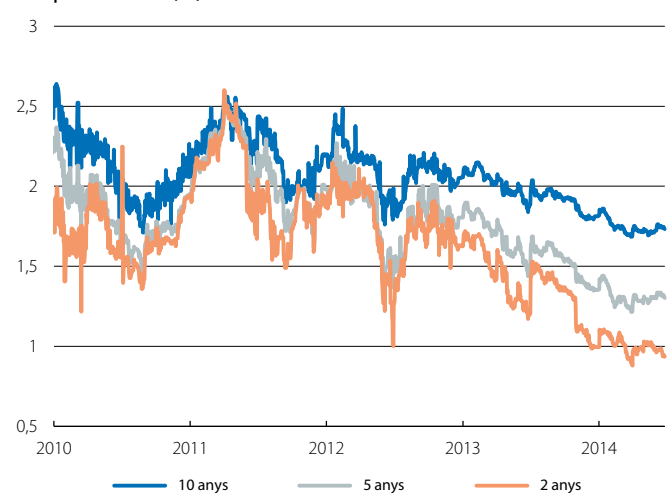
(Borsa: índex VIX; deute públic: índex MOVE)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Zona de l'euro: expectatives d'inflació

Swaps d'inflació (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.



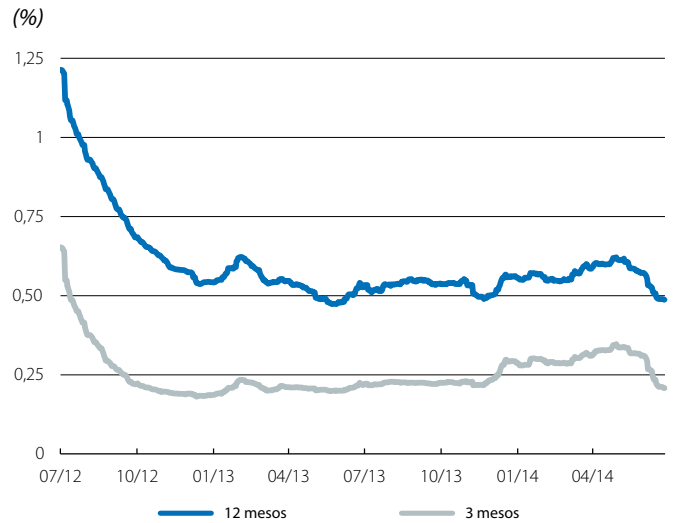
milions de dòlars en l'import de les compres mensuals de bons (que queden en 35.000). Però la resta de continguts apunten cap a la laxitud. De fet, s'esperaven més detalls sobre el full de ruta per a la normalització monetària i, no obstant això, la presidenta Yellen va optar per concretar poc sobre aquest tema, tot i que sí va procurar transmetre el missatge que no hi ha pressa per alterar l'estratègia de l'entitat. Va insinuar que, quan acabi el *tapering* (al final de l'any), es procedirà a reinvertir els bons que vencin i es mantindrà, així, la dimensió del balanç de l'entitat. Pel que fa als tipus d'interès oficials, la consigna és mantenir-los en nivells baixos durant un període llarg de temps. Ara com ara, la política d'orientació (*forward guidance*) és ambigua. Entre els membres de la Fed, hi ha consens sobre la data d'inici de les pujades de tipus (mitjan 2015) i sobre el nivell d'equilibri a llarg termini (el 3,75%). Però hi ha moltes discrepàncies sobre el ritme de les pujades: per a uns, el nivell apropiat, al final del 2016, ja hauria de ser el 3,75%, mentre que, per a uns altres, hauria de ser, només, l'1%. Yellen es va posicionar a favor d'un ritme lent. Els mercats van reaccionar positivament: estabilitat en els treasuries i pujades de l'S&P 500. Però tot indica que el debat sobre la normalització monetària romandrà molt viu i que, possiblement, generarà més volatilitat de la que ara s'observa.

**Els països emergents apunten en la direcció correcta, però a ritmes diferents.** El diagnòstic agregat per a aquests països continua millorant. En el context de baixa volatilitat imperant als mercats financers internacionals, els fluxos de capitals cap als mercats emergents es comencen a recuperar després de les sortides patides entre el maig del 2013 i el començament d'enguany. Destaquen dos punts en aquest moviment: (i) els sòlids indicadors de conjuntura a la Xina, amb el suport de l'efecte positiu de les mesures d'estímul fiscal i monetari, i (ii) l'avanç, tot i que modest, en la correcció dels desequilibris als països asiàtics. El contrapunt el posen països com el Brasil i Turquia, les economies dels quals continuen sotmeses a una excessiva pressió inflacionista.

**La laxitud monetària marca l'evolució del mercat de bons nord-americans.** L'estabilitat de les TIR dels *treasuries* continua sent la tònica dominant, en un escenari d'escassa volatilitat. Atesa aquesta evolució, sembla que els inversors han atorgat més pes al to *dovish* de la presidenta de la Fed que al debat obert entre els membres de la institució sobre el nivell apropiat dels tipus d'interès per als pròxims anys. Addicionalment, la confirmació de la sotragada del PIB al començament de l'any i la lenta recuperació del consum de les famílies han influït en l'ànim dels agents al llarg de juny. No obstant això, si, com esperem, l'activitat econòmica es continua expandint i el mercat laboral continua millorant, davant els primers senyals de repunt de la inflació, cal esperar que els pròxims mesos siguin testimonis d'una alça dels tipus d'interès al llarg de tots els trams de la corba.

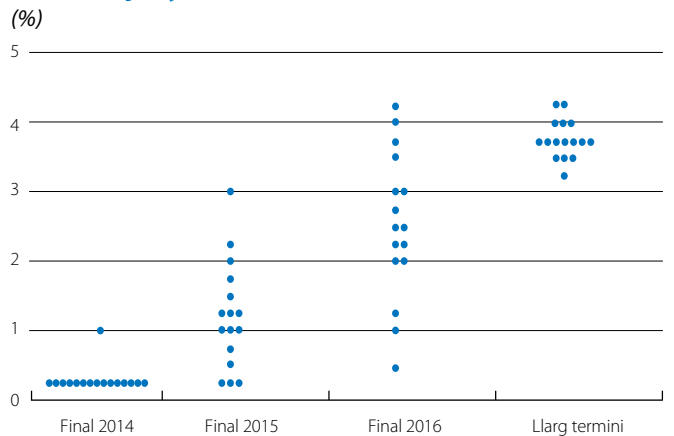
**Les *yields* del deute sobirà europeu han tornat a baixar.** Les mesures adoptades pel BCE i el posicionament de la Fed han estat arguments suficients perquè el *search for yield* dels inver-

**Zona de l'euro: tipus d'interès euríbor**



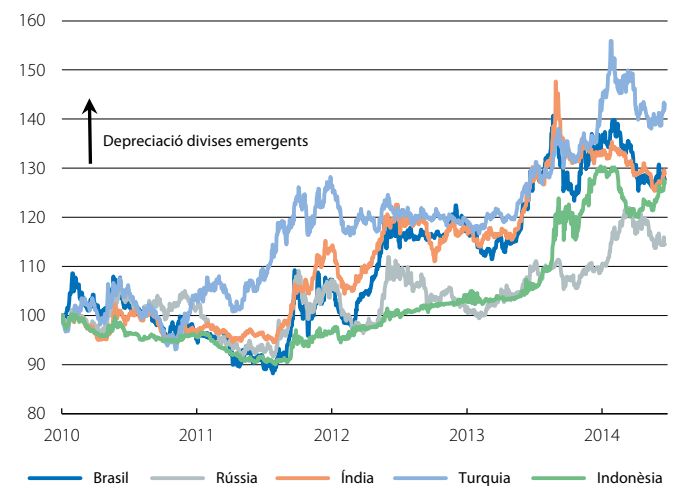
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Fed: nivell apropiat per al tipus d'interès oficial segons els membres del Comitè del 18 de juny**



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Cotització de divises emergents enfront del dòlar (Gener 2010 = 100)**



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

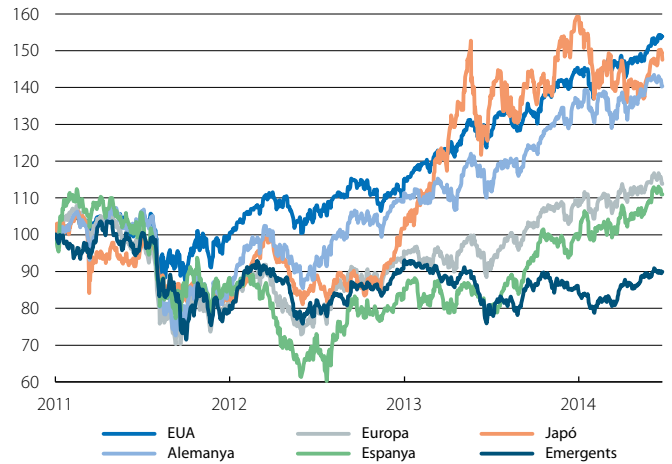
sors s'hagi intensificat. Això ha afavorit la disminució de la rendibilitat del *bund* alemany a 10 anys fins a l'1,25% al final de juny. Pel que fa a la perifèria, el comportament ha estat positiu, però s'aprecia que la recuperació dels últims trimestres perd velocitat. Així, la prima de risc sobirà espanyola ha oscil·lat al voltant dels 135 punts bàsics, un nivell que s'alinea amb les variables fonamentals. A mitjà termini, és previsible que les mesures del BCE afavoreixin més el deute perifèric que el dels països del nucli. A Espanya, el Tresor ha tancat el primer semestre de l'any amb un balanç positiu, ja que ha cobert el 57% del total de les emissions brutes previstes per a l'exercici.

**La renda variable guanya posicions.** L'increment de l'apetència pel risc, reforçat per unes volatilitats molt reduïdes, marca el bon moment de les borses internacionals. Índexs com l'S&P 500 i el DAX, on persisteixen alguns senyals de sobrecompra, han establert nous màxims històrics. Diversos factors han contribuït a la millora de les cotitzacions, com la laxitud monetària, la major afluència de capitals cap a la renda variable, la capacitat d'expansió dels múltiples (superior al mercat d'accions que al de bons) i el repunt de l'activitat de fusions i adquisicions globals. A Espanya, l'Ibex 35 s'ha situat, durant gran part de les sessions del juny, per damunt dels 11.000 punts, gràcies a la consolidació del creixement i als anuncis del BCE. No obstant això, en l'entorn actual, s'identifiquen diversos aspectes que podrien amenaçar la bonança borsària: unes ràtios de valoració elevades a la borsa dels EUA, uns indicadors de sentiment exuberants i la probable caiguda en la complaença per part dels inversors. Tampoc no s'haurien d'obviar els riscos derivats del conflicte entre Rússia i Ucraïna, ni les recents tensions a l'Iraq, amb les seves conseqüències sobre el preu del petroli. Per la seva banda, en les últimes setmanes, els índexs borsaris dels països emergents s'han continuat revalorant. L'estabilització de les primes de risc de les seves economies i la liquiditat proporcionada per les autoritats monetàries desenvolupades han estat el catalitzador per al retorn dels fluxos estrangers.

**Els bons corporatius aprofiten la conjuntura.** L'actuació dels bancs centrals és clau per al desenvolupament dels mercats de capitals i, en concret, per a la renda fixa privada. Les últimes novetats en el terreny monetari faciliten la caiguda dels *spreads* dels bons de les companyies dels països desenvolupats fins a nivells molt reduïts. A Europa, llevat del deute corporatiu sènior, el 2014 és un bon any per al mercat primari. La xifra del volum total d'emissions en el primer semestre s'apropa als 800.000 milions d'euros, el 12% per damunt de la del mateix període del 2013. Els bons híbrids i *high yield*, juntament amb el deute subordinat de les entitats financeres, possibiliten l'augment de la demanda de productes d'alt risc i de rendiments elevats. La sobreactivitat en aquests segments del mercat de bons se situa en nivells similars als anteriors a la crisi financera. Aquesta circumstància encén les alertes sobre la possible formació de bombolles de crèdit en alguns sectors i la irracionalitat de certes emissions en un context en què es rebaixen les garanties per als bonistes.

## Evolució de les principals borses internacionals

(Gener 2011 = 100)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

## Deute corporatiu: primes CDS

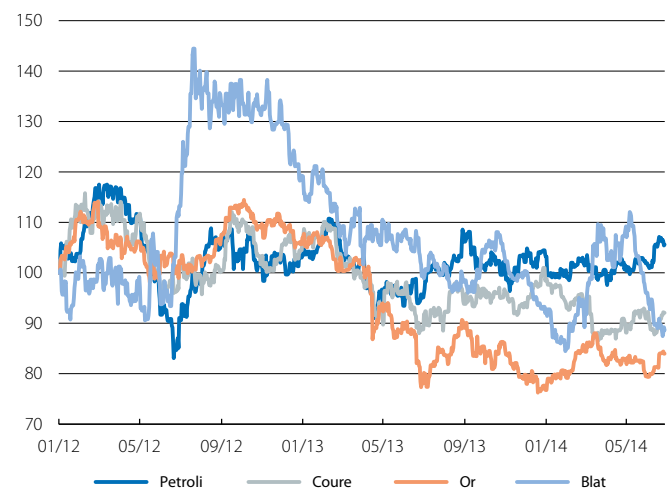
(p. b.)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

## Evolució de les primeres matèries

(Gener 2012 = 100)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

## FOCUS · El BCE mou fitxa

Després de diversos mesos ajornant l'inevitable, en la reunió del juny, el BCE va decidir llançar un nou paquet de mesures d'estímul monetari. Les repetides intervencions de Mario Draghi recordant que estava preparat per actuar havien generat enormes expectatives, i el que es va anunciar no va defraudar. La quantitat i la varietat de mesures adoptades donen credibilitat a les paraules del president del BCE. Tot seguit es descriuen breument per analitzar-ne el possible impacte.

El ventall d'instruments que ha escollit el BCE ha estat ampli. La mesura més convencional va ser la reducció del tipus *refi* del 0,25% al 0,15%, un nou mínim històric. Més importants són les reduccions en la facilitat de dipòsit (que passa del 0,00% al -0,10%) i en el tipus d'interès de la facilitat marginal de crèdit (del 0,75% al 0,40%). Aquestes mesures tenen dos grans objectius: d'una banda, reduir el rang de fluctuació de l'EONIA (el tipus d'interès interbancari a un dia) i, per tant, la seva volatilitat; de l'altra, penalitzar l'excés de liquiditat que mantenen alguns bancs en el BCE i estimular, així, la recuperació del crèdit. Una altra mesura duta a terme és l'extensió de les subhastes de liquiditat a curt termini amb cobertura total a tipus fix fins al desembre del 2016. Finalment, en aquesta categoria de mesures, fins a un cert punt convencionals, també es va anunciar la finalització de les operacions d'esterilització de les compres de deute sobirà del programa SMP, la qual cosa comportarà una injecció de liquiditat addicional als mercats.

En la categoria de mesures menys ortodoxes, i més sorprenents, el president del BCE va anunciar la posada en marxa d'operacions de refinançament a llarg termini condicionades al crèdit (TLTRO, per les sigles en anglès). En concret, es va anunciar la realització de subhastes trimestrals a partir del setembre del 2014 fins al juny del 2016, totes a un tipus d'interès fix molt reduït (el *refi rate* més un diferencial de 10 p. b.) i amb venciment fins a quatre anys (setembre del 2018). Les dues primeres subhastes estaran subjectes a una assignació màxima del 7% de l'estoc de crèdit al sector privat<sup>1</sup> en data del 30 d'abril del 2014. En aquestes dues subhastes, el BCE espera injectar un màxim de 400.000 milions d'euros. Pel que fa a les següents, el procediment és una mica més complex: el total màxim a sol·licitar dependrà del flux de crèdit net<sup>2</sup> concedit al sector privat durant els mesos precedents a la subhasta, del qual es podrà demanar fins a tres vegades aquesta quantitat. Així mateix, el BCE va anunciar que fixarà un creixement del crèdit mínim a les entitats que vulguin accedir a

aquestes subhastes, per assegurar que la liquiditat injectada arriba a les pimes. Uns requeriments que caldrà analitzar amb deteniment, ja que en dependrà l'èxit de la mesura.

En general, per tant, les mesures anunciades garanteixen una font de finançament a un preu reduït durant un període llarg de temps. Això, sens dubte, enfortirà el procés de recuperació del crèdit en els pròxims anys. Però cal recordar que, per millorar la capacitat creditícia de l'economia, continua sent imprescindible reduir la incertesa reguladora, un factor especialment urgent enguany, ja que s'estan duent a terme la revisió de la qualitat dels actius de la banca i les proves d'estrès. Així mateix, el creixement del crèdit continua limitat per la demanda de crèdit solvent, aspecte en què la màxima autoritat monetària pot fer poc.

Del que hi ha pocs dubtes és que la roda de premsa de Mario Draghi del mes de juny va tornar a ser una mostra del seu ferm compromís amb el procés de recuperació econòmica i amb l'estabilitat de preus. En aquest sentit, a més de les mesures comentades, Mario Draghi va anunciar que el BCE s'està preparant per comprar, si fos necessari, ABS recolzats per crèdits a les pimes, una acció que fa poc temps era impensable. Com ja va succeir a l'estiu del 2012 amb el famós *whatever it takes*, la injecció de confiança als mercats financers s'ha notat: el cost de finançament, sobretot del deute públic, s'ha reduït. A mitjà i a llarg termini, però, és imprescindible que els països més ressaltats continuïn adoptant mesures estructurals per reforçar el creixement i que la governança de la zona de l'euro es continuï enfortint. Si això no es compleix, de poc servirà el que faci el BCE.

### Reacció dels mercats financers al paquet de mesures del BCE \*

Percentatge, llevat que s'indiqui el contrari

	Maig	6 juny	Mitjana 24-30 juny
<i>Refi rate</i>	0,25	0,15	0,15
EONIA	0,26	0,07	0,09
Euríbor 3 mesos	0,33	0,27	0,21
Euríbor 12 mesos	0,59	0,53	0,49
Deute alemany a 10 anys	1,40	1,36	1,27
Deute espanyol a 10 anys	2,94	2,70	2,67
Prima de risc (p. b.)	154	134	140
Tipus de canvi de l'euro (en \$)	1,373	1,364	1,364
Expectatives d'inflació **	1,37	1,39	1,33

Notes: \* El BCE va anunciar el paquet de mesures expansives en la reunió del 5 de juny.  
\*\* Computat com el diferencial del bo alemany a 10 anys i el bo alemany a 10 anys indexat a la inflació.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

1. S'entén com a sector privat les empreses no financeres i les llars (excloues les hipoteques).

2. S'entén com a crèdit net el crèdit nou menys el crèdit vençut.

## FOCUS · Tipus baixos i poca volatilitat: una arma de doble tall

L'evolució dels mercats financers internacionals ha estat, en conjunt, molt positiva durant la primera meitat de l'any. De fet, potser massa en alguns àmbits, ja que es podria estar semblant les condicions per a posteriors episodis d'instabilitat.

Els signes de la bonança es perceben, en primer lloc, en el descens dels tipus d'interès lliures de risc, en la reducció de les primes de risc i, per tant, en l'augment de les cotitzacions. Però fins i tot crida més l'atenció el baixíssim nivell de les volatilitats, tant les registrades com les implícites als instruments derivats. De manera simultània, la negociació avança amb vigor i fluïdesa als mercats primaris i als secundaris. Com a resultat, els índexs que mesuren el grau d'estrès als mercats es troben de nou a la zona de mínims històrics del 2007. Les principals raons d'aquesta dinàmica són conegudes: menor probabilitat de riscos extrems (com la ruptura de l'euro, etc.), creixement moderat però resistent, inflació baixa i polítiques monetàries expansives. Aquest últim factor és especialment important. Aconseguir uns mercats financers pròspers és, precisament, un dels objectius intermedis de les actuals polítiques monetàries dels països desenvolupats. Però és convenient evitar excessos que, si es desborden, acabin tenint un efecte bumerang. Com no podia ser de cap altra manera, els guardians de l'estabilitat financera vigilen. Es poden llegir moltes alertes en els informes que, sobre aquesta matèria, han publicat durant aquests tres últims mesos organismes com l'FMI, l'ESRB, el BCE o l'FSOC. Però cap és tan contundent com la del Banc Internacional de Pagaments (BIS, per les sigles en anglès), que, en el seu recent informe anual, qualifica el clima dels mercats d'eufòric i d'allunyat de la realitat econòmica.

El BIS atribueix a les polítiques dels bancs centrals un paper preponderant, gairebé exclusiu, en aquesta escena financera. D'entrada, provocant un doble efecte sobre els mercats de deute públic dels països avançats: tipus d'interès (*yields*) molt baixos i molt estables, és a dir, gairebé sense volatilitat. Aquests dos efectes es combinen i reforcen per engegar-ne un tercer: més assumptió de riscos i més palanquejament per part dels inversors en el seu afany per obtenir més rendibilitat (*search for yield*). És fàcil apreciar manifestacions d'aquest fenomen. Per exemple, i amb especial rellevància, el *boom* dels bons perquèria, un mercat de moda entre els inversors i que cada vegada incorpora més empreses emissores. A títol anecdòtic, criden l'atenció l'augment de les emissions i la reducció dels *spreads* dels anomenats *cat bonds*, instruments que transfereixen al bonista el risc de catàstrofes naturals com huracans o terratrèmols. També és reveladora la proliferació de les estratègies de *carry trade* als mercats de divises.

Una prolongació excessiva de tipus baixos i volatilitat imperceptible pot exacerbar, entre els inversors, un fals sentiment de seguretat o un excés de complaença, que els inclini a endeutar-se addicionalment per invertir en actius de risc. Això faria més vulnerable el sistema davant qualsevol contratemps amb capacitat de provocar un repunt inicial de la volatilitat i, a través del mateix canal de l'assumpció de riscos, podria canviar d'alcista a baixista el sentit de l'espiral als mercats.

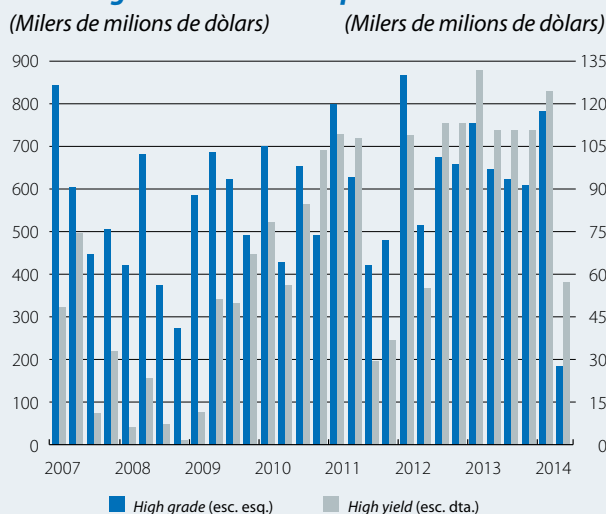
### Índex d'estrès financer de la Fed de St. Louis \*

(Índex)



**Nota:** \* L'índex mesura la tensió als mercats financers. En la seva elaboració, s'inclouen, entre d'altres, indicadors de tipus d'interès, volatilitat, *spreads* de crèdit i expectatives d'inflació.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de la Reserva Federal de St. Louis.

### Emissió global de bons corporatius \*



**Nota:** \* Inclou les emissions de les companyies financeres.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de l'IF.

## PRINCIPALS INDICADORS

## Tipus d'interès (%)

	30-juny	30-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2014 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
<b>Euro</b>					
Refi BCE	0,15	0,25	-10	-10,0	-35,0
Euríbor 3 mesos	0,21	0,31	-10	-8,0	-1,1
Euríbor 12 mesos	0,49	0,57	-8	-6,8	-3,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	0,02	0,08	-6	-15,4	-7,3
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	0,03	0,06	-3	-18,8	-17,1
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	1,25	1,36	-11	-67,6	-46,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	2,66	2,85	-19	-148,2	-193,5
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.)	142	150	-8	-80,6	-162,3
<b>Dòlar</b>					
Fed funds	0,25	0,25	0	0,0	0,0
Líbor 3 mesos	0,23	0,23	0	-1,5	-4,2
Líbor 12 mesos	0,55	0,53	2	-3,8	-14,1
Deute públic a 1 any	0,10	0,09	1	-1,5	-4,1
Deute públic a 2 anys	0,46	0,37	9	8,1	10,9
Deute públic a 10 anys	2,53	2,48	5	-48,6	6,6

## Spreads deute corporatiu (p. b.)

	30-juny	30-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2014 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	62	66	-4	-8,0	-52,4
Itraxx Financer Sènior	68	73	-5	-20,2	-97,1
Itraxx Financer Subordinat	103	112	-9	-27,0	-142,6

## Tipus de canvi

	30-juny	30-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2014 (%)	Variació interanual (%)
\$/euro	1,369	1,364	0,4	-0,4	4,8
¥/euro	138,740	138,740	0,0	4,1	-6,3
£/euro	0,800	0,814	-1,6	3,7	7,2
¥/\$	101,330	101,770	-0,4	3,7	-1,8

## Primeres matèries

	30-juny	30-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2014 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB	496,4	498,0	-0,3	8,8	6,0
Brent (\$/barril)	112,1	110,7	1,3	0,9	8,8
Or (\$/unça)	1.327,3	1.249,7	6,2	9,9	5,8

## Renda variable

	30-juny	30-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2014 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500	1.960,2	1.923,6	1,9	6,1	21,4
Eurostoxx 50	3.228,2	3.244,6	-0,5	4,2	23,5
Ibex 35	10.923,5	10.798,7	1,2	10,5	38,6
Nikkei 225	15.162,1	14.632,4	3,6	-5,9	10,6
MSCI emergents	1.050,8	1.027,7	2,2	4,8	11,6
Nasdaq	4.408,2	4.242,6	3,9	5,5	28,4



## CONJUNTURA · El camí de la recuperació deixa enrere la zona de sots del primer semestre

El creixement global recupera el vigor de cara a la segona meitat de l'any. Els EUA, el Japó i la Xina han superat raonablement bé els obstacles, de diferent naturalesa en cada cas, que han hagut d'afrontar. Entre els emergents, també dominen les dinàmiques constructives, però amb excepcions destacades. La perspectiva de normalització de la política monetària nord-americana és el repte més important perquè l'expansió global aconsegueixi consolidar-se.

### ESTATS UNITS

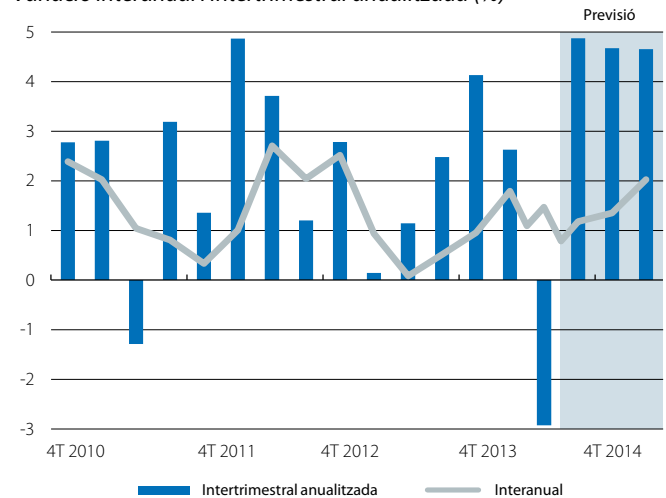
**La contracció del PIB en el 1T va ser profunda, però no modifica la tendència subjacent de recuperació.** El PIB va recular el 2,9% intertrimestral anualitzat en el 1T 2014, i no l'1,0% calculat inicialment. En termes interanuals, la xifra queda en l'1,5%. L'efecte graó d'aquest primer trimestre, molt influït pel mal temps i per altres factors puntuals, ens fa revisar a la baixa la nostra previsió per al conjunt del 2014 del 2,6% al 2,2%, en línia amb les revisions de la Fed i de l'FMI. No obstant això, els últims indicadors suggereixen que la recuperació segueix en marxa, i la perspectiva és d'un creixement robust fins al final del 2014 i al llarg del 2015 (exercici en què esperem un avanç del 3,1%).

**A més del mal temps, la sotragada s'explica pel retard en la implantació de l'Obamacare.** Aquest factor, que va incidir sobre la despesa privada en sanitat, explica dos terços de la revisió a la baixa del PIB. Atesa la demora fins a l'abril de la implantació de l'Affordable Care Act (la llei que obliga a disposar d'una assegurança mèdica i que abarateix els costos per a les rendes baixes), els consumidors, per estalviar en la factura, van ajornar les visites mèdiques per esperar que entrés en vigor la cobertura sanitària. Després d'aquests efectes transitoris, esperem que el consum privat recuperi el vigor, esperonat per la millora de les expectatives, tal com ho mostra la pujada de l'índex de confiança del consumidor del Conference Board, que, al juny, va assolir el nivell dels 85,2 punts, el màxim després de la Gran Recessió. L'increment de les vendes al detall del maig, amb un avanç intermensual del 0,3% (després de la revisió alcista de l'abril), i els indicadors qualitius recollits al *Beige Book* de la Fed també apunten cap a un consum sensiblement més sòlid en el 2T i següents.

**Les perspectives per a la inversió milloren amb pas ferm.** L'índex ISM de sentiment i d'activitat empresarial del maig va tornar a pujar, tant en manufactures com en serveis, i l'índex d'activitat elaborat per Markit indica que aquesta millora continuarà al juny, amb uns nivells que es corresponen a creixements del PIB propers al 4% intertrimestral anualitzat. Des del final de la Gran Recessió, la inversió s'ha mostrat reticent a l'hora de confirmar aquestes bones expectatives, amb una recuperació que es demora en relació amb la resta de l'economia. Però l'acumulació de factors favorables (vegeu el Focus «El retorn de

### EUA: PIB

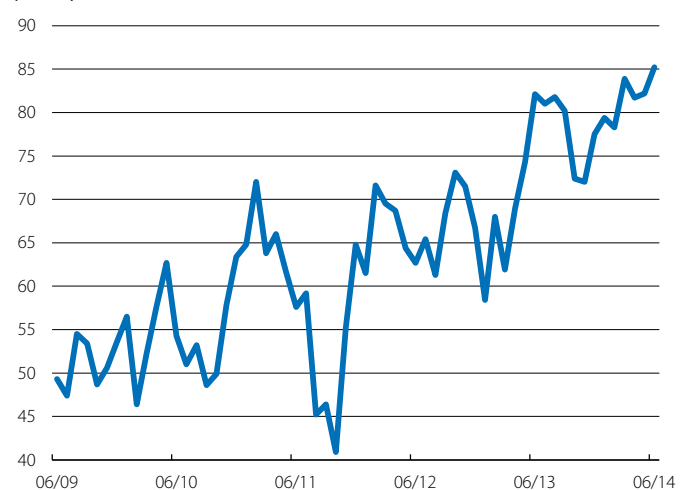
Variació interanual i intertrimestral anualitzada (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

### EUA: confiança del consumidor

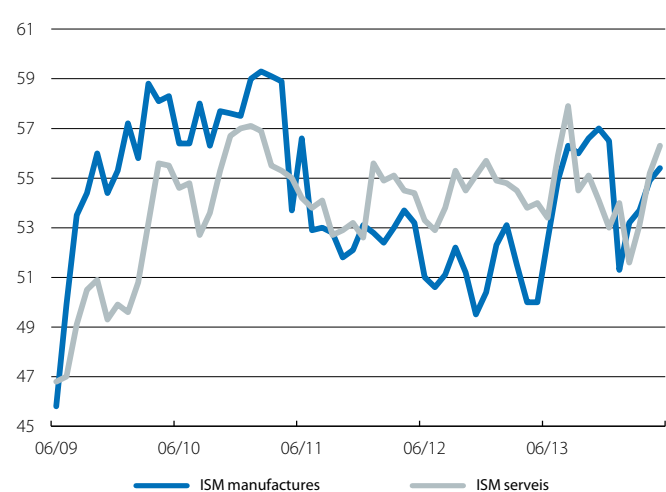
(Índex)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Conference Board.

### EUA: indicadors d'activitat

(Índex)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'Institute for Supply Management.



la inversió als EUA: mai no és tard quan arriba», d'aquest mateix informe) ha de propiciar que, en el segon semestre del 2014, assistim, finalment, a un enlairament inversor.

**L'habitatge surt del forat i recupera la tònica del creixement**, tot i que amb un ritme d'avanç lògicament més moderat que el 2012 i el 2013, quan es partia de nivells molt baixos. Les vendes d'immobles van repuntar al maig, i els habitatges iniciats en aquest mateix mes van arribar ja al 66% del nivell del 1995-2000, és a dir, previ a la bombolla (al novembre del 2009, es va tocar fons amb un escàs 35%). L'índex Case-Shiller de preus de l'habitatge que engloba 20 àrees metropolitanes ratifica també el bon to del mercat immobiliari, amb un avanç modest a l'abril, però que dona continuïtat a la tendència alcista. L'índex acumula una recuperació del 25,2% des del maig del 2009 (en termes absoluts, prop de la meitat del que s'ha perdut durant la Gran Recessió).

**L'IPC continua moderat, però no tant.** Els preus no presenten tensions inflacionistes preocupants, malgrat que, a l'abril i al maig, van sorprendre a l'alça. La taxa interanual del maig es va situar en el 2,1% i va superar el 2% per primera vegada des de l'abril del 2012. Per a l'IPC subjacent, sense energia ni aliments, la taxa va ser de l'1,9%. Cal recordar que l'objectiu de la Fed (el 2% a llarg termini, una mica més elevat en l'actual fase del cicle) no fa referència a l'IPC, sinó al deflactor de la despesa de consum personal (PCE), la taxa del qual s'ha situat una mica per sota, en concret l'1,8% interanual (l'1,5% sense energia ni aliments).

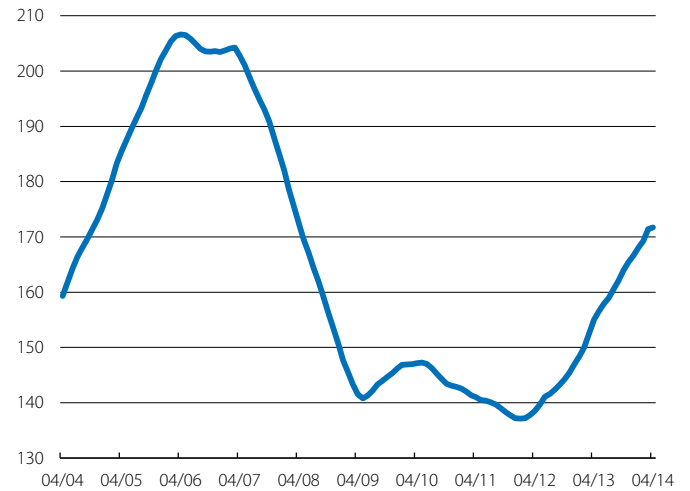
**El mercat laboral va tornar a sorprendre en positiu** amb 217.000 nous llocs de treball al maig, per damunt de la mitjana de 150.000 dels tres mesos d'hivern. La taxa d'atur es va mantenir en el 6,3%, però la persistència de la baixa taxa d'activitat (el 62,8%) continua evidenciant que el mercat laboral està lluny d'una recuperació completa.

**La Fed reitera l'aposta per una estratègia lenta de normalització monetària.** El Comitè del dia 19 de juny va acordar un nou pas en el *tapering*: rebaixa de 10.000 milions, que deixarà les compres de deute mensuals en 35.000 milions. Però va insistir que els tipus d'interès oficials romandran baixos durant un període llarg de temps. No obstant això, les dinàmiques observades al mercat de treball i en la inflació poden qüestionar que això acabi sent efectivament així. A més a més, la Fed també haurà de tenir en compte el sobreescalfament d'alguns mercats financers. És a dir, l'atenció dels inversors i de la resta d'agents econòmics es tornarà a dirigir cap a la política monetària nord-americana.

**JAPÓ**

**L'economia nipona pateix una sotragada, però no descarrila.** Les conseqüències de la pujada de l'IVA de l'abril (del 5% al 8%) semblen majors del que s'havia previst. Així, en el 1T, l'economia va créixer l'1,6% intertrimestral (el 2,8% interanual), esperonada per la força del consum privat i per la inversió, a causa de l'avançament de la despesa per evitar l'increment de l'IVA efectiu a partir de l'1 d'abril. Però així com el PIB del 1T va créixer per damunt del normal, el consens d'analistes preveu una forta

**EUA: índex Case-Shiller del preu de l'habitatge (Índex)**



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Standard & Poor's.

**EUA: IPC**

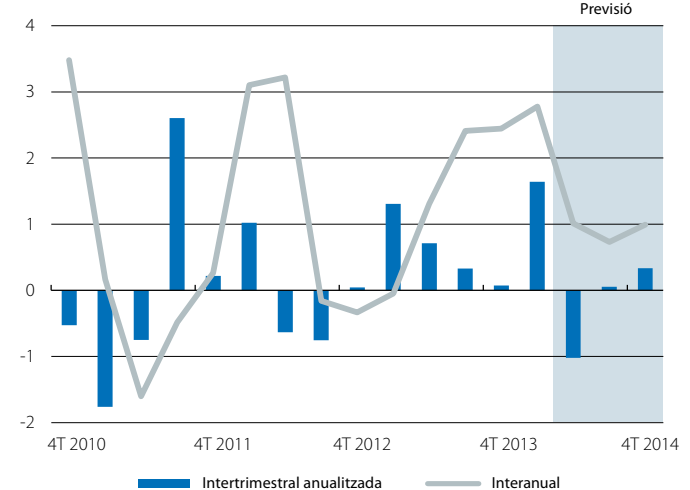
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Departament de Comerç.

**Japó: PIB**

Variació interanual i intertrimestral anualitzada (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri de Comunicacions.

contracció en el 2T pel mateix efecte distorsionador, que es pot observar perfectament en els indicadors d'activitat més recents. Així, la producció industrial, que havia repuntat el 7,6% interanual al març, es va desaccelerar fins al 3,8% a l'abril. El mateix va succeir amb les vendes al detall, que van caure el 13% a l'abril, després de superar les expectatives al març. Més enllà d'aquest soroll en els indicadors, hi ha elements per pensar que l'expansió es manté dempeus: les últimes lectures de l'índex PMI d'activitat i de sentiment empresarial i les bones xifres de vendes d'automòbils al maig són signes encoratjadors. No obstant això, la veritable mesura de l'efecte de la pujada de l'IVA sobre l'activitat la proporcionaran les dades del 3T.

**En l'àmbit dels preus, la deflació queda enrere,** però podria haver tocat sostre. L'IPC va pujar el 3,7% interanual al maig (el 3,4% a l'abril), esperonat pels preus energètics i per l'efecte de l'IVA, i l'IPC subjacent, sense aliments ni energia, va repetir el 2,2% de l'abril. No obstant això, la baixada intermensual, ja al juny, dels preus de l'àrea de Tòquio suggereix que la inflació serà una mica més moderada en els pròxims mesos.

**EMERGENTS**

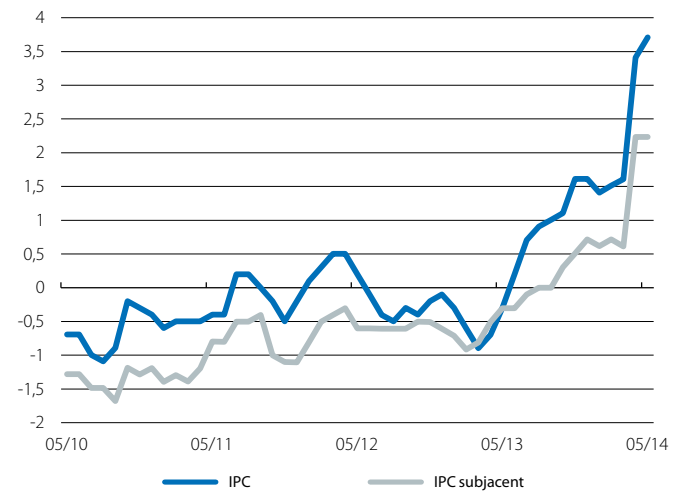
**La Xina recupera un to d'activitat més ferm i perfila un aterratge suau.** La producció industrial va avançar el 8,8% al maig, una mica per damunt del registre de l'abril. Així mateix, l'índex PMI oficial va registrar una lleugera pujada al maig (del 50,4 al 50,8), amb el suport de les comandes noves (el PMI de Markit també va pujar, tot i que va quedar just per sota del llindar dels 50 punts). Pel que fa a la demanda, les vendes al detall també es van accelerar i van créixer el 12,5% interanual. D'altra banda, s'intensifica la concessió de nous crèdits, encoratjada per les polítiques de suport al creixement de les autoritats (que també s'instrumenten a través de mesures fiscals i monetàries). La inflació continua essent moderada (el tímid increment del maig, fins al 2,5% interanual, va ser degut als preus alimentaris) i deixa marge per a aquestes polítiques expansives.

**En alguns emergents considerats vulnerables, la correcció dels desequilibris s'estanca.** La persistència d'un dèficit per compte corrent i d'una inflació elevats al Brasil i a Sud-àfrica (el 6,4% i el 6,1%, respectivament) no deixa espai per a polítiques expansives en un entorn de desacceleració de les economies (creixement del PIB de l'1,9% i de l'1,8%, respectivament, en el 1T 2014). Turquia va avançar un percentatge més robust, el 4,3% interanual, però l'elevada inflació (el 9,7%) i el dèficit per compte corrent (el 7,4% del PIB) fan preveure un alentiment.

**L'Índia també viu una inflació a l'alça, però la victòria electoral de Narendra Modi fa esperar que el creixement s'acceleri fins al 5%.** L'expectativa d'un Govern estable i el tarannà reformista de Modi permeten esperar la posada en marxa d'una autèntica reforma del sector públic, una dinamització del mercat laboral i un augment de la inversió en infraestructures. El repunt fins al 6% al maig de l'índex de preus a l'engròs (la mesura de la inflació a l'Índia) era relativament esperat, mentre que el resultat electoral hauria d'enfortir la posició antiinflacionista del Banc de la Reserva de l'Índia.

**Japó: IPC**

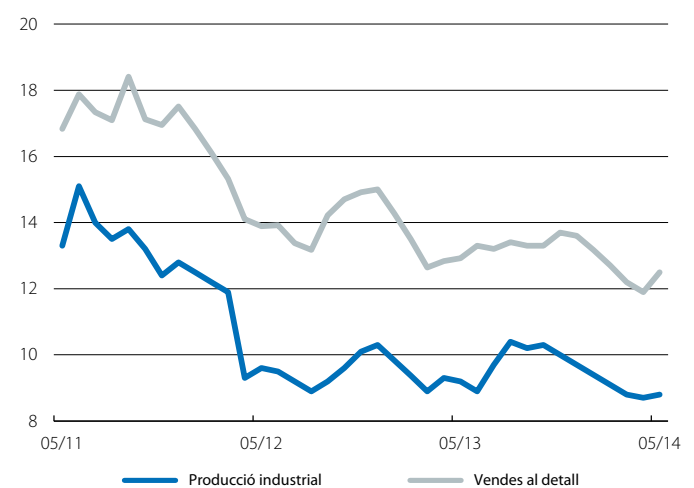
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri de Comunicacions.

**Xina: producció industrial i vendes al detall**

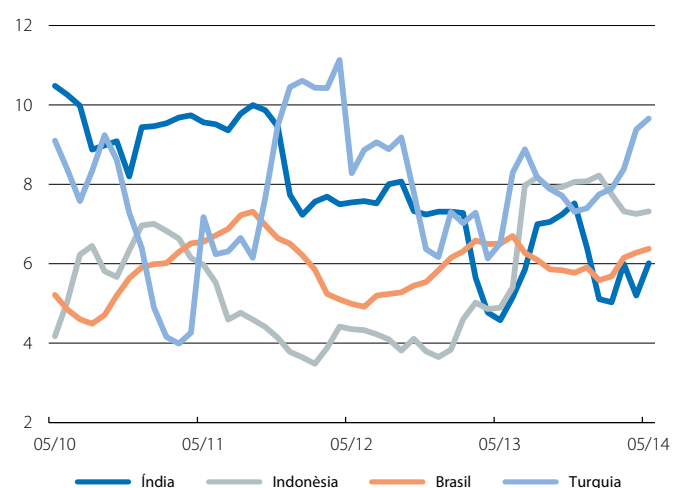
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'Oficina Estadística de la Xina.

**Emergents: IPC**

Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de les oficines nacionals d'estadística.

## FOCUS · Hi ha un canvi de tendència del comerç mundial?

Durant els anys de crisi, el comerç internacional va ser un dels principals damnificats, però s'ha recuperat ràpidament i representa una font important de creixement per a l'economia global. No obstant això, en els últims trimestres, les dades de comerç han començat a afluir, un fet fins a un cert punt desconcertant, ja que els principals països desenvolupats es troben immersos en la fase de consolidació del procés de recuperació, i, als països emergents, tot i que la situació sigui molt diferent en cada cas, no s'espera un procés generalitzat de desacceleració.

La desacceleració del comerç no és alarmant, però sí és notable i generalitzada: s'observa tant als principals països desenvolupats com als emergents. Destaca la desacceleració de les exportacions als EUA, malgrat que, en aquest cas, els factors meteorològics adversos van jugar un paper decisiu. Entre els anys 2010 i 2013, la taxa de creixement intertrimestral mitjana de les exportacions de béns i serveis es va situar en l'1,3%, mentre que, en el 1T 2014, es va produir un descens del 2,3%.

L'evolució de les exportacions és força volàtil a curt termini, i, per tant, les dades dels últims mesos es podrien emmarcar dins d'aquests moviments erràtics que es produeixen sovint. No obstant això, és interessant apuntar que, a determinats països, la velocitat de creixement de les exportacions ha modificat el patró habitual en els últims trimestres. Històricament, la taxa de creixement de les exportacions, en termes reals, era superior a la del PIB. Els guanys d'eficiència que aportava una major integració de l'activitat productiva d'un país a la cadena de valor global eren claus per sustentar el creixement de l'activitat. No obstant això, en els anys 2012 i 2013, la taxa de creixement de les exportacions a nivell global va ser gairebé la mateixa que la del PIB, un fenomen pràcticament inaudit en els 30 últims anys.

Els principals responsables del canvi de tendència són, sobretot, els EUA i la Xina (la segona i la primera potència exportadora, respectivament). En el cas nord-americà, s'interpreta com un fet temporal, ja que és degut al fort repunt de la demanda interna durant els últims anys, un cop va millorar la confiança en la capacitat de creixement de l'economia. En el cas de la Xina, en canvi, ens podríem trobar davant un fenomen de més llarg recorregut: el canvi de model que el nou executiu està impulsant per reequilibrar les fonts de creixement, amb un major protagonisme de la demanda interna. Segons les previsions de l'FMI, això farà que, en els pròxims anys, el creixement de les exportacions de la Xina sigui molt similar al del seu PIB o, fins i tot, inferior.

Més enllà del cas de la Xina, i dels vaivens temporals típics en les sèries de comerç internacional, és difícil pensar que

el comerç internacional deixi de ser un dels principals eixos que sustenten els guanys globals de productivitat i, per tant, del creixement. Però caldrà seguir-ne l'evolució amb deteniment.

### Evolució de les exportacions de béns i serveis \* Variació intertrimestral (%)

	Mitjana 2000-2007	Mitjana 2008-2009	Mitjana 2010-2013	2014**
EUA	1,1	-0,2	1,3	-2,3
Zona de l'euro	1,4	-1,3	1,3	0,3
Regne Unit	1,2	-0,7	0,9	-1,0
Japó	1,9	-1,6	0,9	3,2
Xina	5,1	1,1	2,1	0,7
Índia	5,6	0,8	3,2	0,2
Brasil	2,7	-0,2	2,0	-0,1
Rússia	2,0	0,1	1,0	-5,1

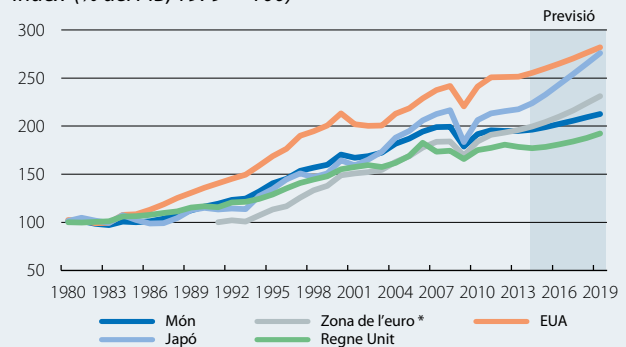
Notes: \* Dades en termes reals.

\*\* Mitjana del 2014 fins a l'última dada disponible.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream i d'Eurostat.

### Països desenvolupats: evolució del comerç de béns i serveis en relació amb el PIB

Índex (% del PIB; 1979 = 100)

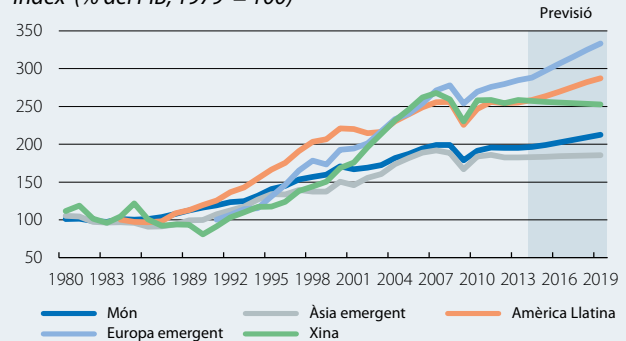


Nota: \* Per a la zona de l'euro, 1991 = 100.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'FMI.

### Països emergents: evolució del comerç de béns i serveis en relació amb el PIB

Índex (% del PIB; 1979 = 100)



Nota: Per a l'Amèrica Llatina, 1984 = 100 i, per a l'Europa emergent, 1991 = 100.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'FMI.

## FOCUS · El retorn de la inversió als EUA: mai no és tard quan arriba

L'economia nord-americana encara no s'ha recuperat plenament de la Gran Recessió, una crisi de magnitud excepcional en múltiples dimensions: intensitat, durada i abast geogràfic, envoltat, tot plegat, de disfuncions financeres que no es presenciaven des del començament del segle passat. Aquestes circumstàncies no solament van marcar el període estrictament recessiu (entre el final del 2007 i mitjan 2009), sinó que s'han traslladat a la fase de recuperació. Després de gairebé cinc anys, el ritme de creixement dels EUA encara es mostra tímid en comparació amb altres períodes postrecessius. I, en bona part, això és conseqüència de la feblesa que mostra la inversió empresarial. Després d'una recessió, és habitual que les empreses amb estocs sota mínims i amb una demanda en ascens augmentin les despeses de capital. Generalment, aquesta acció inicial deriva d'una millora dels nivells de confiança dels empresaris i dels consumidors, la qual cosa accentua i estén l'ànim inversor mitjançant un procés que es retroalimenta. No obstant això, en el cicle actual, el motor de la inversió no ha tingut ni una arrencada ràpida ni, amb posterioritat, la capacitat de guanyar revolucions. La comparació amb el cicle dels anys vuitanta és molt il·lustrativa: en aquesta ocasió, s'ha trigat més del doble de temps a recuperar el volum d'inversió previ a la crisi. Aquest pobre comportament té implicacions importants a curt (sobre la creació d'ocupació) i a llarg termini (sobre el creixement potencial).

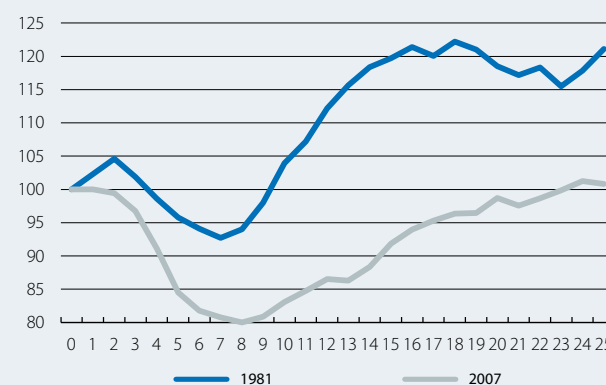
L'escàs vigor del component inversor ha sorprès tothom, en especial davant unes condicions, en principi, propícies: tipus d'interès reals molt baixos (s'han arribat a situar, fins i tot, en negatiu), beneficis empresarials totalment recuperats i balanços corporatius sanejats. Un factor que ha actuat en contra és la incertesa: d'entrada, per la complexitat de la crisi i, després, per unes respostes de política econòmica tan agressives com innovadores (des del front monetari fins al fiscal, passant pel regulador) i, per tant, plenes d'incerteses. Una altra explicació és que, durant aquesta recuperació, l'economia dels EUA ha disposat, en conjunt, d'un excés de capacitat molt més elevat que en cicles anteriors, el qual ha apaivagat la necessitat d'inversió enmig d'una atonia econòmica general.

Així i tot, aquest 2014 es presenta com l'any en què la inversió reprendrà el pols perdut. Aquest restabliment es basa en quatre factors bàsics. Primer, la millora de les perspectives econòmiques del conjunt del país. En aquesta direcció apunten, un cop superada la sotragada del primer trimestre, provocada per les condicions meteorològiques adverses, la majoria d'índexs de sentiment empresarial i de confiança dels consumidors. Segon, una menor incertesa econòmica i política. Aquesta última ha remès gràcies al fet que republicans i demòcrates han

aconseguit certs acords de mínims en matèria de política pressupostària, a mesura, també, que es van digerint els grans canvis en la regulació financera. Tercer, l'envelliment del capital, precisament per la falta d'inversions dels últims anys. Aquesta circumstància empeny les empreses a substituir-lo, sobretot en un context propici per al ressorgiment de la indústria localitzada a l'interior dels EUA, gràcies a fenòmens com la revolució energètica del petroli i del gas *shale*. I quart, la continuïtat d'unes condicions financeres favorables. Sobre la base d'aquests factors, el nostre escenari central anticipa un repunt de la inversió en els pròxims trimestres, que situarà la taxa de creixement en un robust 8% anualitzat en la segona meitat del 2014 i al voltant del 6% el 2015.

### EUA: evolució de la inversió no residencial

Índex, base 100 en el nivell de la inversió a l'inici de la crisi

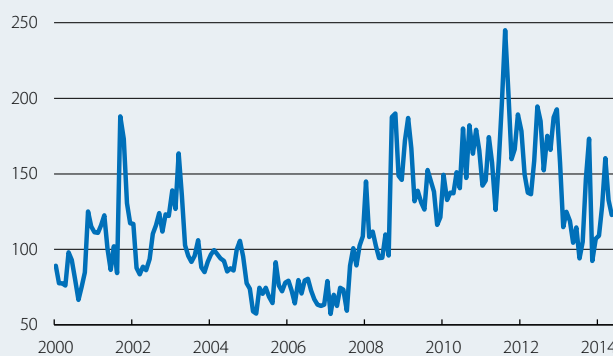


**Nota:** L'eix horitzontal correspon al nombre de trimestres des de l'inici de la crisi. Trimestres base: 1981: 2T 1981 = 100; 2007: 4T 2007 = 100.

**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

### EUA: incertesa de la política econòmica

Índex mensual



**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades d'Scott Baker, Nicholas Bloom i Steven J. Davis a [www.PolicyUncertainty.com](http://www.PolicyUncertainty.com).

## PRINCIPALS INDICADORS

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

### ESTATS UNITS

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
<b>Activitat</b>									
PIB real	2,8	1,9	1,6	2,0	2,6	1,5	–	...	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,2	3,6	3,7	3,7	3,6	2,3	3,7	3,2	...
Confiança del consumidor (valor)	67,1	73,2	75,1	81,0	74,0	80,5	81,7	82,2	85,2
Producció industrial	3,8	2,9	2,5	2,7	3,3	3,4	3,8	4,3	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (valor)	51,8	53,9	50,8	55,7	56,7	52,7	54,9	55,4	...
Habitatges iniciats (milers)	784	930	865	882	1.025	925	1.071	1.001	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	141	158	156	161	165	170	172	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	8,1	7,4	7,5	7,2	7,0	6,7	6,3	6,3	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	58,6	58,6	58,7	58,6	58,5	58,8	58,9	58,9	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,3	–2,8	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
<b>Preus</b>									
Preus de consum	2,1	1,5	1,4	1,6	1,2	1,4	2,0	2,1	...
Preus de consum subjacent	2,1	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,0	...

Nota: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades del Department of Commerce, Department of Labor, Federal Reserve, Standard & Poor's, ISM i Thomson Reuters Datastream.

### JAPÓ

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
<b>Activitat</b>								
PIB real	1,4	1,5	1,3	2,4	2,4	2,8	–	...
Confiança del consumidor (valor)	40,0	43,6	44,7	44,0	41,7	38,8	37,0	39,3
Producció industrial	0,2	–0,6	–3,0	2,0	5,8	8,3	3,8	2,1
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	–5,0	6,0	4,0	12,0	16,0	17,0	–	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,3	4,0	4,0	4,0	3,9	3,6	3,6	3,5
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–1,4	–2,4	–1,9	–2,1	–2,4	–2,8	–2,8	–2,8
<b>Preus</b>								
Preus de consum	0,0	0,4	–0,3	0,9	1,4	1,5	3,4	3,7
Preus de consum subjacent	–0,6	–0,2	–0,4	0,0	0,5	0,6	2,2	2,2

Nota: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades del Departament de Comunicacions, Banc del Japó i Thomson Reuters Datastream.

### XINA

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
<b>Activitat</b>								
PIB real	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	7,4	–	...
Vendes al detall	14,3	13,1	12,6	12,8	13,0	13,1	11,9	12,5
Producció industrial	10,0	9,9	9,1	10,1	10,0	0,0	8,7	8,8
PMI manufactures (oficial) (valor)	50,8	50,8	50,5	50,8	51,3	50,3	50,4	50,8
<b>Sector exterior</b>								
Balança comercial <sup>1</sup> (valor)	230	260	269	252	260	234	235	250
Exportacions	8,0	7,9	3,8	3,9	7,4	–3,4	0,9	7,0
Importacions	4,3	7,3	4,9	8,4	7,1	1,7	0,8	–1,6
<b>Preus</b>								
Preus de consum	2,7	2,6	2,4	2,8	2,9	2,3	1,8	2,5
Tipus d'interès de referència <sup>2</sup> (valor)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Renminbi per dòlar (valor)	6,3	6,1	6,2	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2

Notes: 1. Saldo acumulat de 12 mesos. Milers de milions de dòlars. 2. Final del període.

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadístiques i Thomson Reuters Datastream.



## CONJUNTURA · Nivells d'inflació moderats empenyen el BCE a actuar

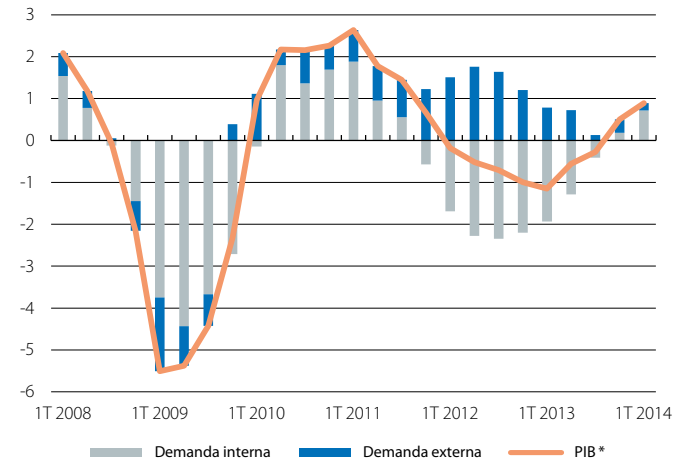
A la zona de l'euro, la recuperació continua segons el guió previst: gradual i amb diferències entre països. En el 1T 2014, el PIB va avançar el 0,9% interanual i la majoria d'indicadors avançats d'activitat i de confiança suggereixen que el ritme de creixement es va mantenir en el 2T i que, fins i tot, va poder millorar lleugerament. Al mateix temps, malgrat tot, és important emfatitzar que la recuperació continua sent desigual entre els països de la regió. Destaquen, positivament, Alemanya, amb un creixement més robust i equilibrat, i els països perifèrics, la recuperació dels quals es consolida. Aquesta nota favorable continua enfocada per la incertesa sobre la recuperació econòmica de França. Pel que fa al conjunt de la regió, tot i que la recuperació està en marxa, la demanda domèstica continua feble en algunes regions, i això, juntament amb un mercat laboral encara sense normalitzar, fa que la inflació es mantingui en taxes insòlitàment baixes. Aquesta situació ha empès el BCE a actuar, mitjançant l'anunci d'un paquet de mesures d'estímul monetari que pretén ancorar les expectatives d'inflació i donar suport a la recuperació de la regió.

**El creixement del PIB en el 1T és impulsat per la demanda interna**, amb una contribució al creixement interanual de 7 dècimes. Destaca l'evolució de la inversió, que va créixer l'1,9% interanual, enfront del -0,1% del 4T 2013. La inversió en maquinària i en béns d'equipament, amb un avanç del 2,9% interanual, continua sent una de les principals protagonistes. Per països, Alemanya continua liderant el rànquing, amb un creixement de la inversió del 6,6%. Pel que fa a l'evolució de la demanda externa, la contribució de la qual al creixement de la regió va ser de 2 dècimes, destaca l'acceleració de les importacions, que van créixer el 4,1% anual (el 2,5% en el 4T), esperonades per la millora de la demanda interna.

**Els indicadors de confiança són esperançadors per al 2T.** Malgrat que l'índex PMI compost per a la zona de l'euro al maig i al juny va recular lleugerament des dels 54,0 punts fins als 53,5 i els 52,8 punts, respectivament, es manté encara clarament en terreny expansiu, per damunt dels 50 punts. Aquesta reculada només desfà parcialment l'avanç assolit a l'abril (el nivell més alt dels tres últims anys), de manera que, de mitjana, el 2T continua estant per damunt del 1T. Per això, aquesta lleugera correcció continua sent compatible amb una recuperació que, gradualment, va guanyant força. En la mateixa línia, l'indicador de sentiment econòmic de la Comissió Europea recula lleugerament al juny (6 dècimes), pel deteriorament de la confiança de la indústria i del consumidor. Per països, continua la divergència en el ritme d'expansió. A França, els indicadors es mantenen febles i alimenten els dubtes sobre l'economia gal·la. En canvi, a la resta de països europeus, la tendència és la contrària, i tot fa pensar que l'activitat continua creixent a un bon ritme.

### Zona de l'euro: creixement del PIB

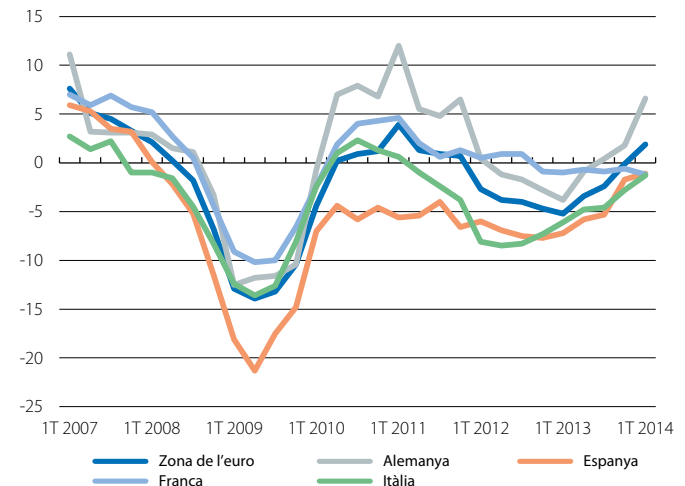
Contribució al creixement (p. p.)



Nota: \* Variació interanual (%).  
Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Formació bruta de capital fix

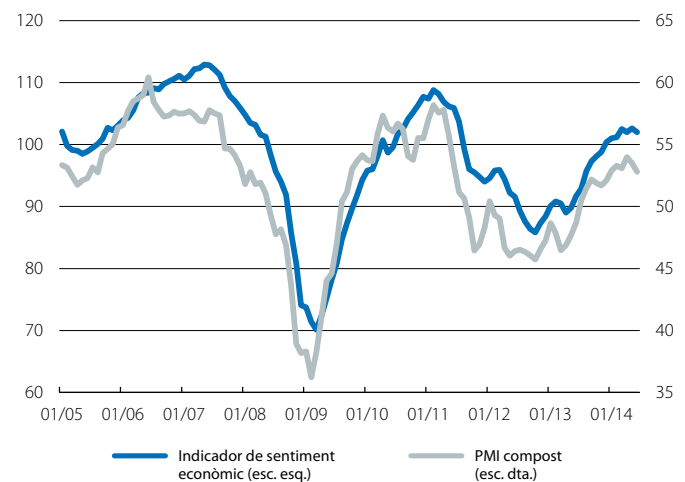
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Zona de l'euro: indicadors d'activitat

(Índex)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Markit i de la Comissió Europea.



**Els indicadors d'activitat certifiquen la lleugera millora en el 2T.** Sembla que les dades de producció industrial i de vendes al detall disponibles fins ara confirmen el que havien anticipat els indicadors de confiança. D'una banda, la producció industrial va avançar l'1,2% interanual a l'abril (en relació amb el 0,5% del març), per damunt de la mitjana del 1T, i va mantenir la tendència ascendent, esperonada per l'augment de la producció de manufactures no energètiques. De l'altra, les vendes al detall van avançar el 2,4% interanual a l'abril (en relació amb l'1,0% del març), la qual cosa suggereix que la demanda interna continuarà impulsant el creixement del PIB al conjunt de la regió, gràcies a la millora de la confiança de les llars i a l'estabilització del mercat laboral. Desagregant per països, les desigualtats es continuen intensificant, amb França mantenint-se ressegada.

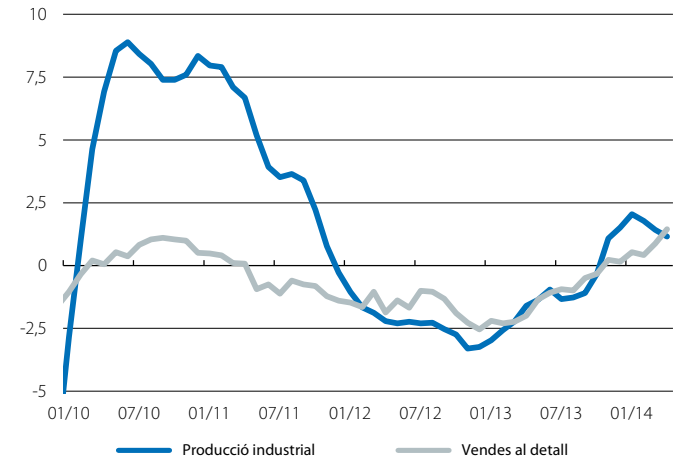
**Feblesa al sector exportador.** Les exportacions de béns van iniciar l'any amb bons registres, però aquesta tendència positiva s'ha refredat al març i a l'abril. En concret, a l'abril, les exportacions van disminuir el -0,7% interanual (en relació amb el -0,8% del març), i els indicadors avançats no auguren un canvi substancial de tendència. L'indicador de les expectatives del volum d'exportacions per als pròxims tres mesos de la Comissió Europea es redueix lleugerament en el 2T, i l'indicador de noves comandes per exportar també disminueix. La feblesa en els indicadors avançats, per tant, augura que la debilitat del sector exportador en el 1T es podria mantenir en el 2T. Malgrat tot, atès que la contracció del mes d'abril de les importacions de béns ha estat més intensa que la de les exportacions, és probable que la demanda externa continuï contribuint positivament al creixement del PIB del conjunt de la regió.

**El mercat laboral comença a mostrar signes de millora.** Per al conjunt de la zona de l'euro, l'ocupació va avançar un tímid 0,1% intertrimestral en el 1T, el segon trimestre consecutiu amb taxes positives des del 2T 2011. Malgrat tot, hi continua havent grans diferències entre les quatre principals potències europees: a Alemanya, és on més va créixer l'ocupació, amb el 0,3% intertrimestral, seguida d'Espanya, amb el 0,2%. En canvi, França es va mantenir en els mateixos nivells que el trimestre anterior i Itàlia, amb el -0,1%, va mantenir la tendència de destrucció d'ocupació. Per això, atès aquest tímid avanç per al conjunt de la regió, la taxa d'atur es manté en cotes elevades (l'11,7% a l'abril). Un altre factor que subratlla aquesta situació d'atonía al mercat laboral són els costos laborals, que continuen moderats, amb un lleuger avanç generalitzat en el 1T 2014, més intens a França i a Alemanya, la qual cosa permet als països perifèrics continuar guanyant competitivitat.

**La inflació es manté en cotes baixes i obliga el BCE a actuar.** Després dels vaivens de les últimes dades en la taxa d'inflació, a causa de l'efecte calendari per Setmana Santa, la dada del juny es va situar en el 0,5% interanual (el 0,5% al maig), la qual cosa confirma la feblesa en el creixement dels preus. Aquesta situació va dur el BCE a actuar mitjançant un paquet de mesures d'estímul monetari amb l'objectiu de complir el mandat d'estabilitat en els preus i mantenir ancorades les expectatives d'in-

**Zona de l'euro: vendes al detall i producció industrial**

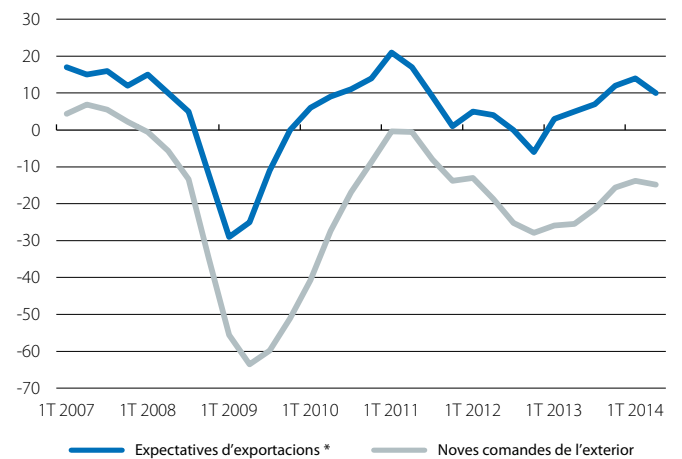
Variació interanual (%), mitjana de 3 mesos



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Zona de l'euro: sector exterior**

(Índex)

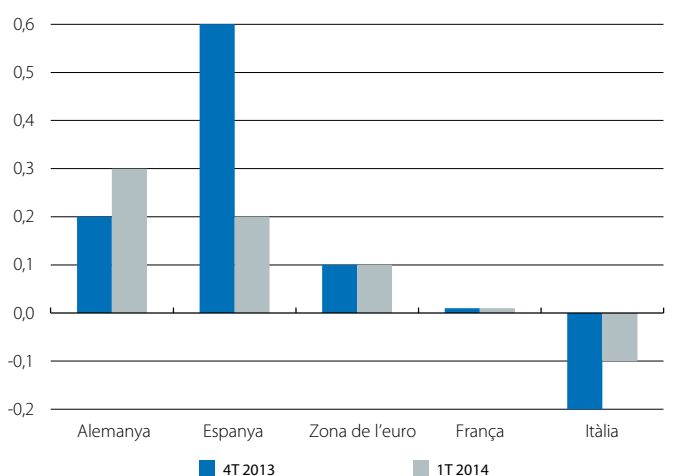


Nota: \* Indicador que forma part de l'índex de sentiment econòmic i que recull les expectatives del volum d'exportacions en els 3 pròxims mesos.

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

**Ocupació**

Variació intertrimestral (%)



Nota: Dades corregides d'estacionalitat.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

flació. En aquest paquet, format tant per mesures convencionals com no ortodoxes, destaquen les operacions de refinançament condicionades per la concessió de crèdit al sector privat (vegeu el Focus «El BCE mou fitxa» per a una discussió més detallada). Malgrat la feblesa actual dels preus, en els pròxims mesos, a mesura que la confiança en la capacitat de creixement es vagi recuperant i la demanda interna vagi guanyant impuls, es començarà a observar un canvi de tendència en la taxa d'inflació. A curt termini, el repunt en els preus del petroli, arran de les tensions geopolítiques a l'Iraq i a Ucraïna, també propiciarà el canvi de tendència de la inflació. En aquest context, esperem que la taxa d'inflació se situï lleugerament per damunt de l'1% al final del 2014 i que, el 2015, es mantingui al voltant de l'1,5%, una xifra més coherent amb la situació econòmica del conjunt de la zona de l'euro. Una desviació significativa d'aquest escenari podria forçar de nou el BCE a adoptar més mesures d'estímul monetari.

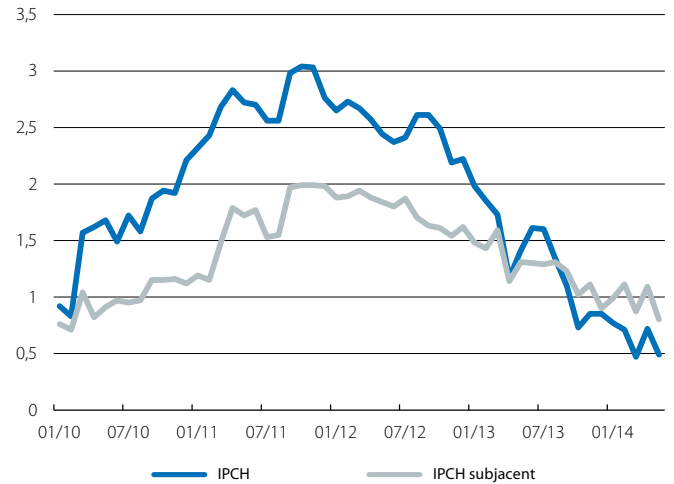
**Per països, destaca la incertesa sobre la recuperació econòmica de França.**

L'economia francesa, amb un creixement nul en relació amb el trimestre anterior, es va estancar en el 1T 2014. De fet, el PIB no va anotar una taxa de creixement negativa gràcies a l'augment de les existències, ja que la demanda externa va tenir una aportació negativa al creixement i el consum de les llars i la inversió van anotar sengles reculades (el -0,5% i el -0,9%, respectivament). Els indicadors d'activitat i de confiança per al 2T tampoc no són encoratjadors. La producció industrial va recular el 2,0% interanual a l'abril (en relació amb el -0,2% del 1T), igual que les exportacions de béns, que es van contreure el -6,4% anual, tot i que, en aquest cas, la major caiguda de les importacions podria fer que el sector exterior acabi contribuint positivament al creixement del PIB. Els indicadors de confiança van en la mateixa línia de pessimisme: l'índex PMI compost es manté per sota dels 50 punts i, encara més destacable, per sota del registre mitjà del 1T.

**Lleuger contratemps per al Govern portuguès.** El Tribunal Constitucional va anul·lar algunes de les mesures que el Govern havia aprovat per reduir el dèficit públic. Les mesures anul·lades, entre les quals destaquen les retallades permanents dels salaris de l'Administració pública, estan valorades en 800 milions d'euros. Això ha comportat que Portugal hagi finalitzat el programa d'assistència econòmica de la troica sense executar l'últim desemborsament del programa d'ajuda financera, la qual cosa obligarà el Tresor portuguès a acudir als mercats per pal·liar la pèrdua d'aquesta font de finançament. Malgrat que estava previst que una quarta part de l'ajust fiscal pressupostat per al 2014 s'assolís mitjançant les mesures anul·lades pel Tribunal Constitucional, el ple compromís del Govern amb la consolidació fiscal, el bon ritme de creixement de l'economia portuguesa i la profunditat de les reformes estructurals ja implementades han propiciat que el mercat hagi mantingut la confiança en el deute públic portuguès.

**Zona de l'euro: índex de preus de consum harmonitzat**

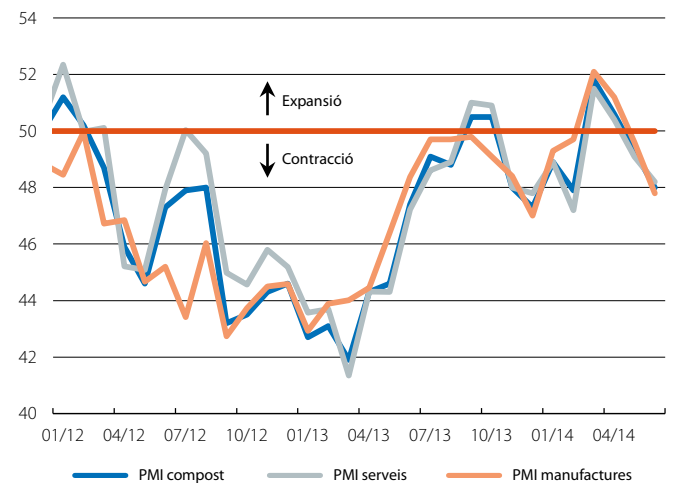
Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

**França: evolució de l'índex PMI**

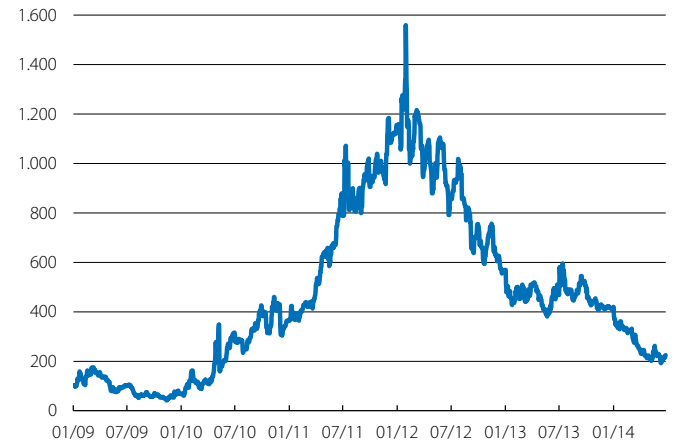
(Índex)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Markit.

**Portugal: prima de risc del deute sobirà a 10 anys**

(p. b.)



Nota: Diferència del deute sobirà a 10 anys portuguès i alemany.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

## FOCUS · Banc d'Anglaterra: noves mesures per a nous temps

Durant la crisi, els bancs centrals de les principals economies avançades s'han encarregat de proporcionar les condicions necessàries per crear un entorn acomodaticí per als mercats mitjançant tipus d'interès propers a zero i altres polítiques monetàries no convencionals. A mesura que la recuperació econòmica es va consolidant, aquesta situació de laxitud hauria de canviar. Així, doncs, comencen a sorgir dubtes sobre quan tindrà lloc el punt d'inflexió en l'estratègia de política monetària i quin serà el país que farà el primer pas.

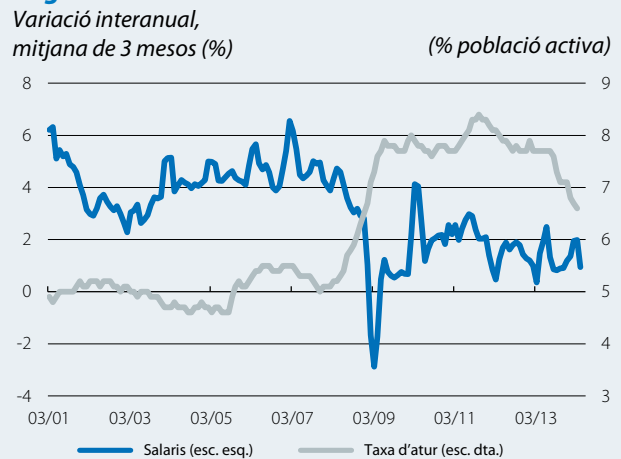
Algunes d'aquestes incògnites es podrien començar a esvaïr arran de les declaracions de Mark Carney, governador del Banc d'Anglaterra (BoE, per les sigles en anglès), en què alertava que els tipus d'interès podrien començar a pujar abans del que anticipaven els mercats, que esperaven la primera pujada del tipus d'interès oficial en el 2T 2015. Els mercats no van trigar a reaccionar a les seves declaracions i, actualment, pronostiquen la primera pujada per al final d'enguany. Aquest canvi de to en el discurs del governador es basa en un entorn macroeconòmic més encoratjador del que s'esperava i en unes perspectives favorables de creixement del PIB. És per això que podrien començar a sorgir riscos d'inflació i de creació de bombolles en certs actius, en especial al mercat immobiliari. Anem a pams.

Pel que fa a l'estabilitat en els preus, la inflació es va situar en l'1,5% al maig, allunyada dels nivells que podrien preocupar el banc central. El consens d'analistes, però, espera que l'any es tanqui al voltant del 2,0%. La contenció en els preus dependrà, en gran part, de la rapidesa amb què es continui recuperant el mercat laboral. La taxa d'atur ja es trobava en el 6,6% al maig, i les perspectives són encara de millora, amb un tancament d'any en el 6,4%, percentatge que podria baixar fins al 5,7% el 2015, nivells molt propers als anteriors a la crisi. Per bé que això podria evidenciar que el Regne Unit s'aproxima a la plena ocupació, la trajectòria dels salaris descarta aquesta hipòtesi, ja que, ara com ara, no s'observen pressions a l'alça sobre els sous, que continuen pujant molt per sota del que van créixer abans de la crisi (mitjana de l'1,1% interanual des de l'inici d'enguany, que cal comparar amb el 4,3% entre el 2001 i el 2007). Aquestes dades podrien indicar que l'excedent de capacitat disponible al mercat laboral podria ser major del que indica la taxa d'atur. Per exemple, el percentatge d'ocupats a temps parcial està encara per damunt del nivell anterior a la crisi (el 27% el 2013, enfront del 25% històric) i, al seu torn, el percentatge d'aquests ocupats a temps parcial que ho són de forma involuntària ha augmentat fins al 17,8%, enfront del 9,6% anterior a la crisi.

Un altre factor al qual s'atribueix el canvi de to del governador és el desassossec creixent davant una possible bombolla immobiliària. El preu de l'habitatge està tornant

a créixer amb vigor i, a l'abril, es va situar en el 9,9% interanual. Aquesta tendència, no generalitzada a totes les regions, és especialment intensa a la capital. Tenint en compte aquest risc, i abans de començar a normalitzar la política monetària, el BoE ha decidit utilitzar eines macroprudencials que limitin el deute hipotecari de les llars i en redueixin, així, la vulnerabilitat. Entre aquests instruments, destaca que els préstecs hipotecaris que superin en 4,5 vegades els ingressos anuals dels clients no podran representar més del 15% del total dels nous préstecs hipotecaris de les entitats britàniques, les quals hauran de realitzar exercicis d'estrès sobre els tipus d'interès als quals concedeixin els préstecs per valorar la capacitat de pagament dels clients. De l'efectivitat d'aquests nous instruments i del que succeeixi al mercat laboral dependran, en gran part, el moment i el ritme de pujada dels tipus d'interès.

### Regne Unit: mercat laboral



### Regne Unit: evolució del preu de l'habitatge i de les hipoteques



## FOCUS · Hongria: una recuperació que perd pols

Després de caure l'1,7% el 2012, l'economia hongaresa va créixer l'1,2% el 2013. La recuperació de l'activitat ha prosseguit en el 1T d'enguany, moment en què el creixement es va situar en el 3,2% interanual, però aquesta xifra no s'ha d'extrapolar. Es preveu que el PIB avanci a taxes més contingudes en els pròxims trimestres, de manera que s'anirà materialitzant una suau expansió econòmica, amb el creixement situat a la zona del 2% el 2014 i el 2015. Aquesta trajectòria deixarà Hongria ressorada en relació amb els seus veïns regionals, els quals, progressivament, aniran mostrant més dinamisme. Si es compleixen les previsions, el 2015, la República Txeca creixerà el 2,5%; Eslovàquia i Romania, gairebé el 3%, i Polònia, el 3,5%. Què explica que la recuperació magiar, amb prou feines iniciada, es quedi ràpidament sense pols?

El problema essencial d'Hongria és que la seva recuperació depèn críticament de dos factors: l'estímul de la política fiscal (concretat, en gran part, en un repunt de la inversió pública, cofinançada per la Unió Europea) i monetària (mitjançant la baixada de tipus i la provisió de liquiditat) i la recuperació de les exportacions (sobretot, automobilístiques). En canvi, la demanda interna i, en especial, la inversió privada continuaran contingudes. En definitiva, una absència preocupant d'impuls privat intern. Aquesta trajectòria no és d'estranyar, atès que Hongria ha patit una política econòmica heterodoxa que ha alterat negativament la percepció dels inversors i dels empresaris sobre la qualitat de l'entorn per fer negocis del país.

En efecte, des del 2010, Hongria ha adoptat una política econòmica que, com a mínim, pot ser titllada de qüestionable. Amb el propòsit d'aconseguir un creixement a curt termini i de reduir el dèficit fiscal, han prevalgut les mesures de caràcter excepcional i, per tant, no recurrents o sostenibles en el temps, moltes vegades revestides d'un caire populista. Així, entre d'altres, es va optar per taxar impositivament sectors amb una àmplia participació de la propietat estrangera, com la banca o les cadenes de distribució comercial, es va forçar les entitats financeres a acceptar el bescanvi dels crèdits en divises per uns altres en moneda nacional a tipus favorables per als deutors i es va renaixionalitzar una part del sistema privat de pensions.

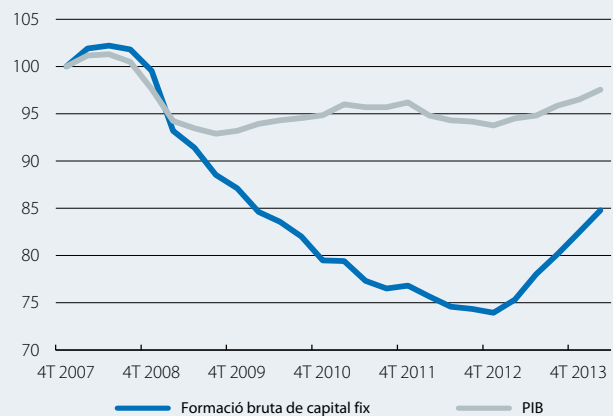
Malgrat els múltiples advertiments, en especial dels organismes internacionals, sobre les limitacions i les contraindicacions d'aquestes pràctiques, no sembla que la situació hagi de canviar. Els resultats de les legislatives de l'abril, que van permetre que el Govern mantingués una àmplia majoria parlamentària, van ratificar, al seu torn, l'èxit electoral d'aquestes mesures populistes i la perspectiva que la política econòmica continuarà sense canvis que l'allunyin de l'heterodòxia. En aquesta direcció es mouen algunes de les propostes anunciades: que el 50% de la banca sigui

de propietat hongaresa o la intervenció de l'Estat en el sector energètic. En aquest context, atípic en relació amb les coordenades de la política econòmica dels països avançats, afortunadament s'ha preservat el rigor pressupostari, en part perquè es tracta d'un requisit ineludible per garantir el finançament europeu de la inversió pública, un dels pocs pilars interns de creixement.

No obstant això, a mitjà i a llarg termini, la millora del creixement potencial no serà possible si no es recuperen un marc normatiu *business-friendly* i l'ortodòxia de la política econòmica. El deteriorament de la competitivitat és accelerat. Entre el 2009 i el 2014, l'indicador *Doing Business* del Banc Mundial, que reflecteix la facilitat per fer negocis als països, mostra que Hongria ha perdut 13 llocs en el rànquing i ha passat de ser el 41è millor país per realitzar activitats empresarials a situar-se en la posició 54. Una tendència preocupant que ratifica la pèrdua d'atractiu internacional de l'economia i que reflecteix el peatge que paga l'activitat empresarial al país. I, sense un impuls privat important, la tessitura del 2015 –recordem: Hongria allunyant-se del ritme de creixement dels seus veïns– pot començar a ser més la norma que l'excepció.

### Hongria: la inversió no segueix el ritme del PIB

Índex (4T 2007 = 100)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'Oficina Central d'Estadística Hongaresa.

### Principals indicadors econòmics

	2013	2014 (p)	2015 (p)
Creixement PIB real (%)	1,2	2,1	2,2
Inflació IPC (%) (f)	0,4	2,7	3,0
Tipus de canvi forlari/€ (f)	297,1	303,0	295,0
Saldo compte corrent (% PIB)	3,1	2,7	2,2
Saldo fiscal (% PIB)	-2,4	-2,9	-2,9
Deute públic (% PIB)	79,2	80,3	79,5

Nota: (p) Previsions; (f) dada al final de l'any.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream, de l'FMI, d'AMECO i de l'IF.

## PRINCIPALS INDICADORS

### Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
Vendes al detall ( <i>variació interanual</i> )	-1,6	-0,9	-1,1	-0,5	0,2	0,9	2,4	...	...
Producció industrial ( <i>variació interanual</i> )	-2,5	-0,7	-1,0	-1,1	1,6	1,2	1,4	...	...
Confiança del consumidor	-22,1	-18,6	-20,8	-15,9	-14,4	-11,2	-8,6	-7,1	-7,5
Sentiment econòmic	90,8	93,8	90,2	95,3	99,1	101,6	102,0	102,6	102,0
PMI manufactures	46,2	49,6	47,9	50,9	51,9	53,4	53,4	52,2	51,9
PMI serveis	47,6	49,3	47,5	50,9	51,3	52,1	53,1	53,2	52,8
<b>Mercat de treball</b>									
Ocupació (persones) ( <i>variació interanual</i> )	-0,6	-0,8	-1,0	-0,8	-0,4	0,1	-	...	-
<b>Taxa d'atur: zona de l'euro (% pobl. activa)</b>	11,3	12,0	12	12,0	11,9	11,8	11,7	...	...
Alemanya (% pobl. activa)	5,5	5,3	5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	...	...
França (% pobl. activa)	9,8	10,3	10,3	10,3	10,2	10,4	10,4	...	...
Itàlia (% pobl. activa)	10,7	12,2	12,1	12,3	12,5	12,7	12,6	...	...
Espanya (% pobl. activa)	24,8	26,1	26,2	26,1	25,8	25,3	25,1	...	...

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades d'Eurostat, Banc Central Europeu, 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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
<b>Saldo corrent: zona de l'euro</b>	1,6	2,7	2,3	2,4	2,7	2,8	2,9	...
Alemanya	7,4	7,5	7,5	7,4	7,5	7,5	7,5	...
França	-2,1	-1,3	-1,5	-1,6	-1,3	-1,2	-1,3	...
Itàlia	-0,3	1,0	0,4	0,7	1,0	1,4	1,5	...
Espanya	-1,2	0,8	0,4	0,8	0,8	0,4	0,3	...
<b>Tipus de canvi efectiu nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	97,8	101,6	100,8	101,9	103,1	103,8	104,5	103,8

Nota: 1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades d'Eurostat, 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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	
<b>Finançament del sector privat</b>									
Crèdit a les societats no financeres <sup>1</sup>	-0,3	-2,3	-2,2	-2,8	-2,9	-3,1	-2,8	-2,5	
Crèdit a les llars <sup>1,2</sup>	1,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres <sup>3</sup> (%)	2,4	2,2	2,2	2,2	2,3	2,2	2,3	...	
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge <sup>4</sup> (%)	3,1	2,8	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	...	
<b>Dipòsits</b>									
Dipòsits a la vista	4,1	7,9	9,3	7,6	6,6	5,9	5,2	4,9	
Altres dipòsits a curt termini	2,0	0,0	0,1	0,3	-1,5	-2,5	-2,4	-1,9	
Instrumentos negociables	0,5	-14,8	-15,5	-17,2	-16,8	-13,6	-15,3	-13,4	
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	2,8	2,0	2,1	1,8	1,6	1,6	1,6	...	

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: "la Caixa" Research, a partir de les dades del Banc Central Europeu.



## CONJUNTURA · La recuperació, amb el suport de la demanda interna, guanya intensitat

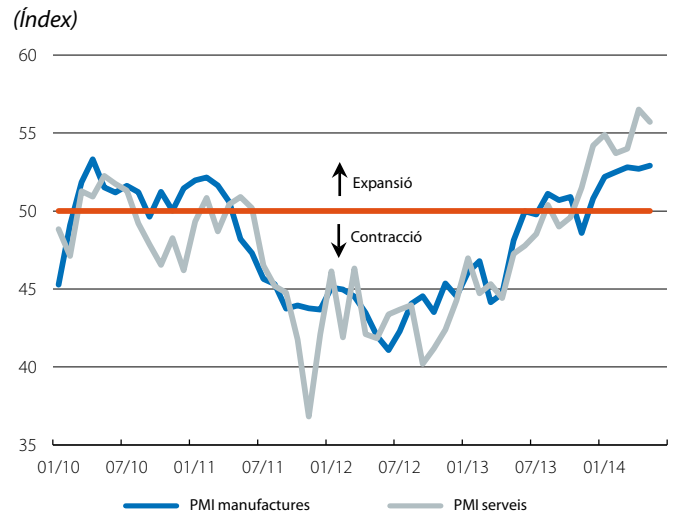
La composició del creixement es reorienta cap a la demanda nacional. El progrés dels indicadors més recents de consum, d'inversió i de mercat laboral evidencia que la demanda interna continua sent la principal responsable del vigor creixent de l'economia espanyola. Aquest avanç de la demanda interna ha provocat un repunt notable de les importacions, la qual cosa ha frenat la correcció del dèficit comercial. Tot i que, en els pròxims mesos, s'espera que les exportacions reprenguin taxes de creixement més robustes, ajudades per l'excel·lent comportament del turisme, hem revisat la previsió del superàvit corrent lleugerament a la baixa per al 2014 i el 2015.

**Els indicadors d'oferta mantenen una tònica ascendent.** La reactivació de l'activitat industrial és cada vegada més evident. La producció industrial va augmentar el 4,3% interanual a l'abril (el 0,9% al març). El bon pols de la producció de béns d'equipament i de consum durador (el 9,0% i el 4,1% interanual, respectivament) suggereix nous avanços de la inversió i del consum. Així mateix, els índexs PMI de manufactures i de serveis continuen en nivells coherents amb una taxa de creixement similar a la del 1T 2014 o, fins i tot, lleugerament superior.

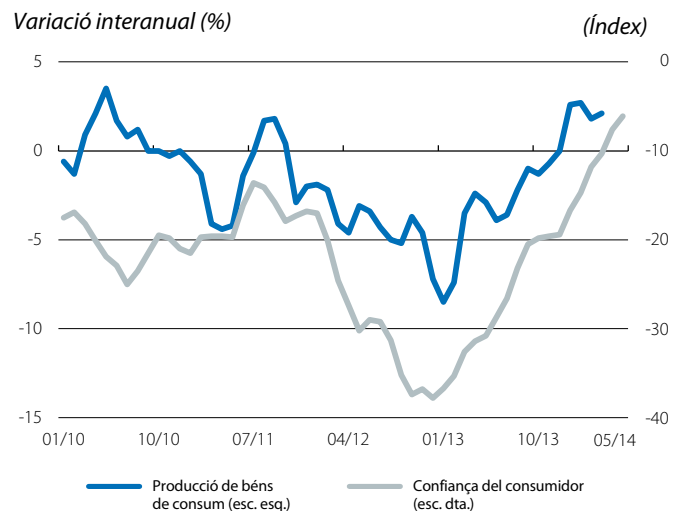
**El consum de les llars manté la tendència alcista.** La recuperació sostinguda del consum privat és fonamental per garantir taxes de creixement del PIB similars a les de l'inici de l'any. En aquest sentit, és favorable que els diferents indicadors del consum continuïn avançant a bon ritme. La confiança del consumidor manté una clara trajectòria ascendent i se situa ja en nivells superiors als anteriors a la crisi. Les vendes al detall també reflecteixen la millora gradual del consum de les llars, amb un avanç del 0,5% interanual al maig. Per tant, les dades atorguen, de moment, continuïtat al creixement de la despesa familiar.

**La recuperació del mercat laboral guanya amplitud.** Els afiliats a la Seguretat Social van augmentar per novè mes consecutiu al maig (56.600 persones, un cop corregits els efectes estacionals). En general, la millora del mercat laboral s'ha concentrat al sector serveis, però la indústria i la construcció també es van sumar a la creació d'ocupació en aquest mes. Així mateix, les xifres de contractació reflecteixen la millora del mercat laboral. En concret, el nombre total de nous contractes entre el gener i l'abril d'enguany va ser el 16,5% superior als registrats durant els mateixos mesos del 2013. Malgrat que, com és habitual, la gran majoria siguin temporals, és destacable que els indefinits van créixer a un ritme més accelerat al març i a l'abril després de l'entrada en vigor dels nous incentius a la contractació indefinida. En els pròxims mesos, la continuïtat d'aquesta dinàmica hauria de tenir un impacte positiu sobre l'ocupació estable, i això hauria d'ajudar a dinamitzar el consum privat. També hi ajudarà el fet que, en el 2T 2014, les expectatives

### Indicadors d'activitat

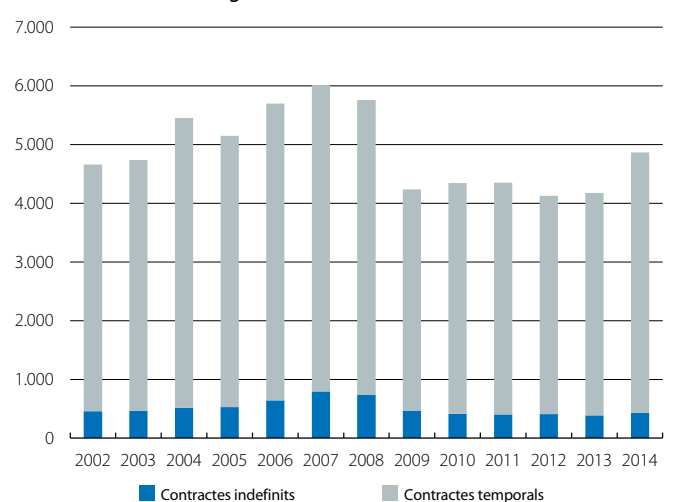


### Indicadors de consum



### Contractes laborals registrats

Dades acumulades del gener a l'abril (milers)





d'atur per als 12 pròxims mesos, en -3,1 punts, estiguin en cotes molt baixes, que no s'observen des de l'any 2000.

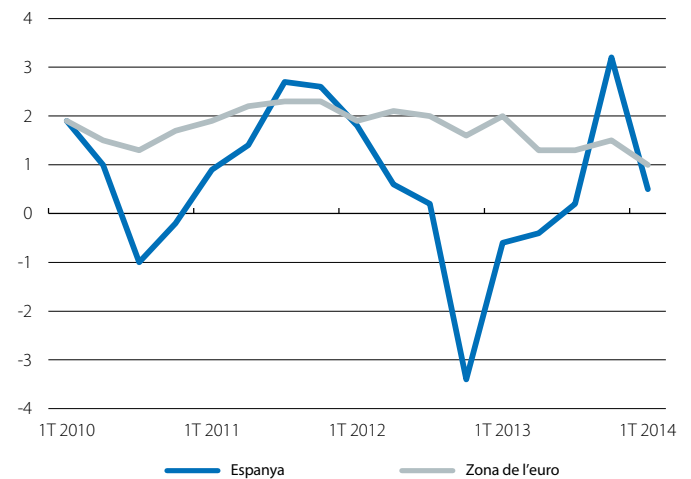
**La moderació salarial es manté.** En el 1T 2014, els costos laborals van augmentar el 0,5% interanual (el 0,1% intertrimestral), segons l'índex de costos laborals harmonitzat, un ritme inferior al de la zona de l'euro, on ho van fer l'1,0%. Això implica que Espanya va continuar recuperant competitivitat. L'evolució dels salaris mostra diferències notables entre sectors. Així, doncs, durant el 1T de l'any, l'ajust salarial es va concentrar al sector privat, ja que el públic va anotar un increment del 0,4% intertrimestral. Així mateix, s'observa que els sectors on l'activitat ha millorat recentment, com l'hoteleria, van registrar taxes de creixement positives dels costos salarials. Les pujades salarials pactades en els nous convenis (el 0,5% interanual al maig) indiquen que la contenció dels costos laborals continuarà. Així i tot, el poder adquisitiu dels treballadors no s'hauria de reduir mentre la inflació es mantingui en cotes baixes, la qual cosa és important de cara a la reactivació de la demanda interna.

**La taxa d'inflació continua en nivells propers a zero.** Al juny, la taxa d'inflació es va reduir en una dècima, fins al 0,1%. Els components que van influir més en aquesta reculada van ser els aliments i begudes no alcohòliques i l'energia elèctrica. No obstant això, el repunt en els preus del petroli, arran de les tensions geopolítiques a l'Iraq i a Ucraïna, i la recuperació gradual de la demanda interna propiciaran un canvi de tendència en els pròxims mesos. D'aquesta manera, preveiem que l'any es tancarà amb una taxa d'inflació del 0,9% al desembre (el 0,4% per al conjunt del 2014). De cara al 2015, esperem que la taxa d'inflació se situï al voltant de l'1,1%, tot i que la incertesa continua sent molt elevada. Fins avui, la recuperació de la inflació és més lenta del que es preveia inicialment. Un fet especialment sorprenent, ja que la recuperació de l'activitat i del mercat de treball és lleugerament millor del que s'havia previst. En aquest context, és important destacar el compromís que ha mostrat el BCE amb l'estabilitat dels preus. Més enllà de les mesures concretes (discutides al Focus «El BCE mou fitxa») i dels seus efectes potencials, Mario Draghi va reiterar, a la roda de premsa del juny, que, si és necessari, tornarà actuar per assegurar que la taxa d'inflació recuperi uns nivells coherents amb el seu mandat.

**La recuperació de la demanda interna reactiva les importacions.** Durant els quatre primers mesos de l'any, les importacions van avançar el 4,9% interanual (en relació amb el -3,5% del mateix període del 2013). Destaca el bon pols de les importacions de béns de consum (el 12,6%), d'automòbils (el 23,6%) i de béns d'equipament (el 12,5%). L'avanç de les exportacions, en canvi, va ser més moderat (l'1,4% interanual), tot i que la tònica ascendent de les vendes a la zona de l'euro, del 4,8% interanual, fa pensar que les perspectives són favorables. Aquest lleuger increment del desequilibri comercial, juntament amb el deteriorament de la rúbrica de rendes del capital, explica el lleuger descens del superàvit de la balança per compte corrent a l'abril, del 0,39% al 0,34% del PIB (dades acumulades de 12 mesos).

**Cost laboral per hora**

Variació interanual (%)

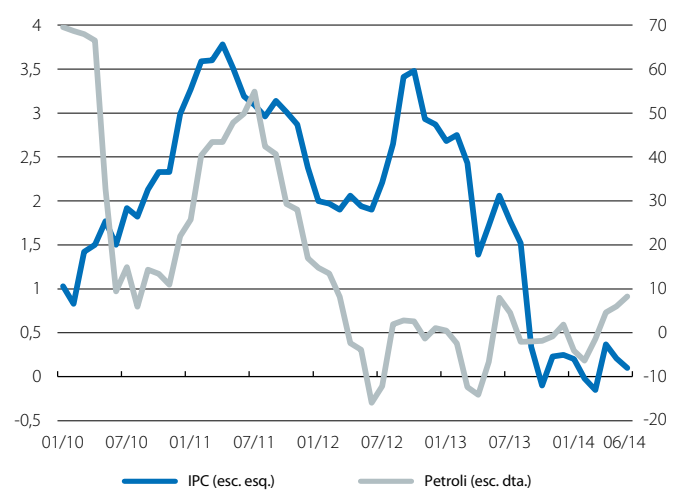


**Nota:** Dades corregides de variació estacional.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Evolució de l'IPC i del preu del petroli**

Variació interanual (%)

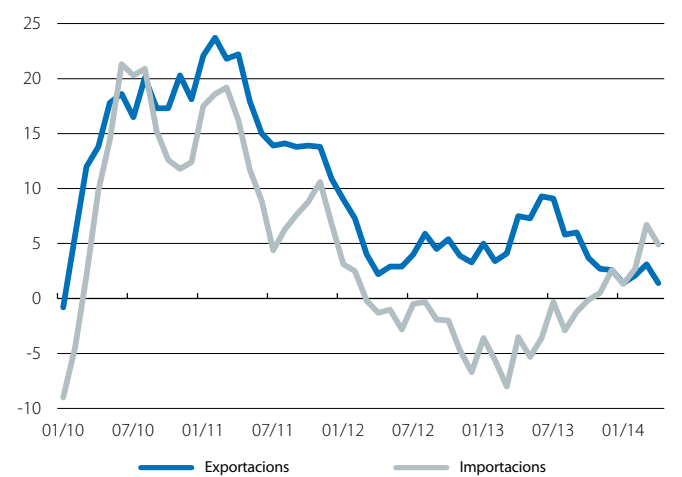
Variació interanual (%)



**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de l'INE i de Bloomberg.

**Comerç exterior**

Variació interanual, mitjana mòbil de 4 mesos (%)



**Nota:** Dades corregides de variació estacional.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

**El bon comportament del turisme afavorirà el sector exterior en el 2T 2014.**

Els principals indicadors mostren que el sector turístic ha començat la temporada alta amb una tònica excel·lent. Al maig, van entrar 6,1 milions de turistes estrangers (62,3 milions en dades acumulades de 12 mesos). Destaca l'augment de turistes procedents d'Europa, una tendència que tot fa pensar que es reforçarà durant els mesos d'estiu, de manera que, el 2014, es batrà una nova marca. També és positiu que la despesa dels turistes internacionals continuï augmentant (el 3,5% interanual al maig). Recentment, a més a més, hi ha signes que el turisme nacional es comença a reactivar. Al maig, el nombre de viatgers residents a Espanya va créixer a una taxa molt similar a la dels estrangers (prop del 5% interanual). La reactivació de la despesa en turisme és una mostra més de la millora del to del consum de les llars espanyoles.

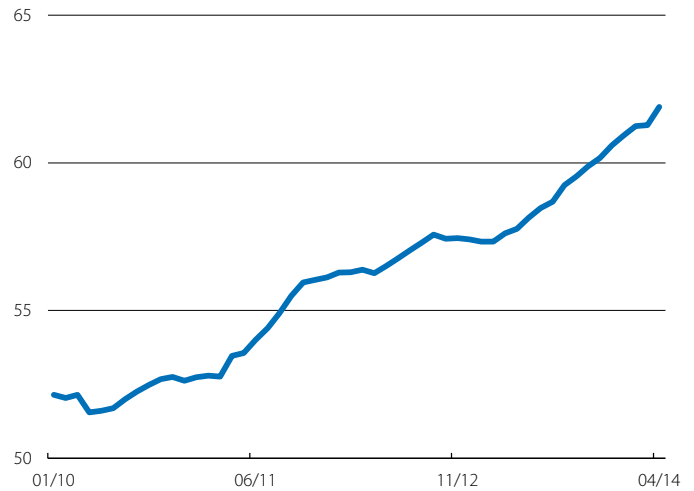
**La recuperació de l'activitat creditícia a les llars i a les pimes va agafant força.**

La conclusió del procés de reestructuració de la banca i la consolidació del creixement econòmic donen suport a la recuperació del crèdit. Per exemple, el nou crèdit a les pimes va continuar creixent en relació amb l'any passat. En concret, durant el mes d'abril, es va concedir el 2,8% més que en el mateix mes del 2013. Aquesta reactivació de la nova concessió va contribuir a suavitzar el ritme de contracció del saldo viu del crèdit a l'abril fins al 7,2% anual (el 7,6% al març). S'espera que la recuperació en la nova concessió s'anirà consolidant en els pròxims mesos, a mesura que la confiança en la capacitat de creixement de l'economia espanyola es vagi consolidant i que el procés de revisió de la qualitat dels actius de la banca (AQR, per les sigles en anglès) i les proves d'estrès que du a terme el BCE ratifiquin la solvència de la banca espanyola.

**L'ajust del dèficit públic avança lentament.** El dèficit de l'Estat va pujar fins al 2,5% del PIB al maig, 1 dècima per sota del saldo del 2013. Aquesta lleugera millora és deguda a la pujada de la recaptació impositiva, que té el suport del progrés de l'activitat econòmica. En canvi, la despesa va augmentar, sobretot, en consums intermedis i en subvencions. Un cop aprovada la reforma tributària per al 2015, de la qual es donen més detalls al Focus «La reforma tributària i l'ajust del dèficit públic», la contenció de la despesa pública serà clau per assegurar el compliment dels objectius de dèficit. L'evolució del dèficit de les comunitats autònomes i de l'Estat és molt semblant a la del 2013. En aquest cas, a l'abril, el dèficit va ser una dècima superior al del 2013. Atès que l'objectiu de dèficit per al 2014 se situa en el 5,5% del PIB, 1,1 p.p. per sota del dèficit del 2013, en els pròxims mesos hauríem de presenciar una acceleració de l'ajust.

**Entrada de turistes estrangers**

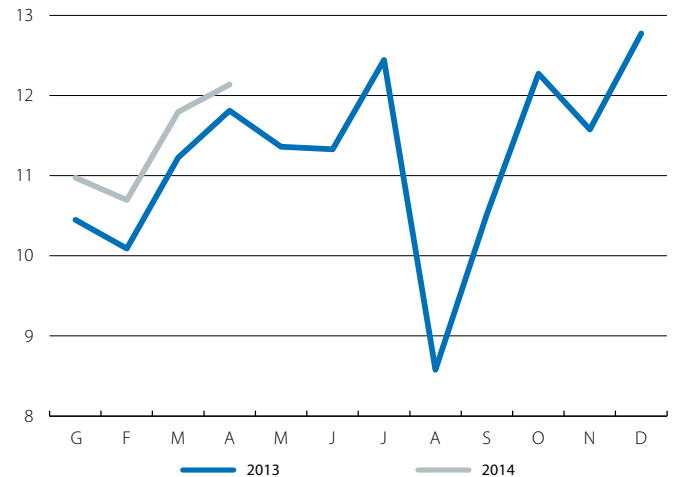
Dades acumulades de 12 mesos (milions)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de FronTUR.

**Nova concessió de crèdit a pimes**

(Milers de milions d'euros)

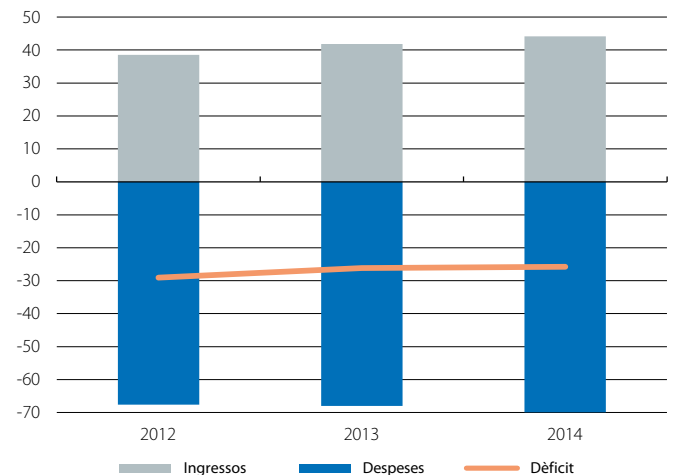


Nota: Menys d'1 milió d'euros.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.

**Evolució del dèficit de l'Estat**

Dades acumulades fins al maig (milers de milions d'euros)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de la IGAE.

## FOCUS · Inversió a Espanya: quantitat i qualitat?

La inversió va ser una de les principals damnificades de la crisi econòmica a Espanya. Entre el 2007 i el 2013, la formació bruta de capital fix (FBCF) va recular gairebé el 40% en termes reals, una caiguda clarament superior a la del PIB, del 8%. El pes de la inversió en relació amb el PIB va passar del 31% al 18%. Ara que comença a donar senyals de recuperació, és un bon moment per fer balanç.

Malgrat l'enfonsament que va experimentar la inversió, actualment el seu pes en relació amb el PIB no és inferior al dels principals països desenvolupats. En canvi, el que sí sembla una anomalia és la rellevància que va tenir durant els anys previs a la crisi, arran del boom immobiliari: la inversió en construcció va arribar a representar el 80% de l'FBCF. I és precisament la inversió en construcció la que, entre els anys 2007 i 2013, més s'ha ajustat: en el 1T 2014, va passar a representar el 50% del total de l'FBCF. La inversió en béns d'equipament i en actius intangibles, les altres dues grans partides, continuen tenint un pes en relació amb al PIB similar al dels principals països desenvolupats. Per exemple, a Espanya, va pujar al 7,9% del PIB en el 1T 2014, mentre que, a Alemanya i al conjunt de la zona de l'euro, el seu pes es va situar en el 7,4% i en el 7,6%, respectivament.

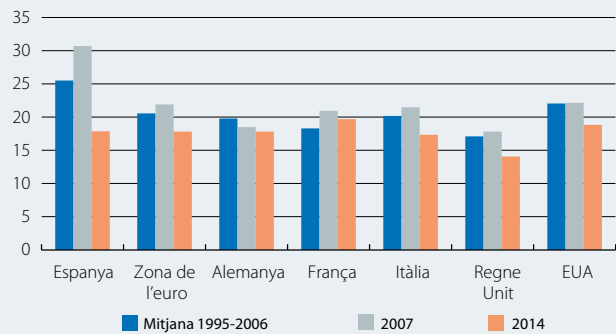
Per tant, no sembla que el volum d'inversió sigui el principal problema a Espanya, com a mínim quan es compara amb els principals països desenvolupats. La qualitat, però, és igualment important. Malgrat que és difícil obtenir una mesura directa de la qualitat, els indicadors de competitivitat que publica el Fòrum Econòmic Mundial són útils, ja que permeten identificar en quines dimensions existeix un marge de millora. Com es pot apreciar a la taula adjunta, la puntuació que atorguen els principals indicadors que determinen la capacitat d'una economia de dirigir els seus recursos cap als usos més eficients no és gaire bona si es compara amb els principals països avançats.

Un altre factor determinant de la qualitat i de la quantitat de la inversió és la distribució de la dimensió empresarial. Les grans empreses solen invertir una proporció més gran dels recursos que les de dimensió inferior. La diferència és especialment notable pel que fa a la inversió en R+D. Segons les dades de la fundació SEPI per al sector industrial espanyol, les empreses de més de 200 treballadors van invertir, entre el 2008 i el 2011, l'1,3% dels seus ingressos, el doble que les empreses de menys de 200 treballadors. Així mateix, sembla, també, que la qualitat de la inversió que duen a terme és, per regla general, millor. Segons la mateixa font, les grans empreses solen fer un seguiment més exhaustiu dels projectes d'innovació, i la taxa d'èxit sol ser més elevada.

Tot indica, per tant, que Espanya pot millorar la qualitat de la inversió. Els indicadors de competitivitat ofereixen aspectes clau en què l'economia espanyola pot millorar. Sembla que una major dimensió empresarial seria, també, de gran ajuda.

### Formació bruta de capital fix

(% del PIB)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Indicadors de competitivitat \*

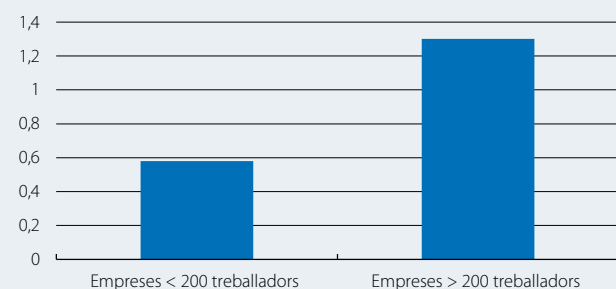
	Espanya	Alemanya	EUA	Regne Unit	França	Itàlia
Índex de competitivitat global	4,6	5,5	5,5	5,4	5,1	4,4
- Institucions	4,1	5,3	4,6	5,4	4,8	3,5
- Infraestructures	6,0	6,2	5,8	6,1	6,2	3,5
- Eficiència mercat de béns	4,3	4,9	4,9	5,1	4,4	4,2
- Desenvolupament mercat financer	3,7	4,7	5,3	5,0	4,6	3,3
- Factors d'innovació	4,1	5,6	5,4	5,2	4,8	4,2
Capacitat per a la innovació	3,7	5,6	5,6	5,2	4,8	4,2
Qualitat de les institucions científiques	4,6	5,8	6,0	6,2	5,6	4,4
Despesa de les empreses en R+D	3,4	5,5	5,4	4,7	4,7	3,6
Col·laboració Universitat-Empreses en projectes d'R+D	4,0	5,4	5,7	5,6	4,5	3,7
Despesa pública en R+D	3,2	4,3	4,3	3,6	3,6	2,7
Disponibilitat de científics i enginyers	5,2	4,9	5,3	4,8	4,8	4,7
Patents per milions d'habitants	39,2	214,6	141,1	90,6	109,2	51,6

Nota: \* Índex entre 1 i 7, llevat de l'indicador del nombre de patents. Una xifra superior indica una puntuació millor.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Global Competitiveness Report 2013-2014.

### Inversió en R+D \*

(% de les vendes de l'empresa). Mitjana 2007-2011



Nota: \* Dades de l'Enquesta d'Estratègies Empresarials per a empreses industrials.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de la fundació SEPI.

## FOCUS · La millora del consum de les llars a Espanya va rodada

El llargament esperat procés de recuperació de l'economia espanyola, que va arrencar l'any passat i que, a poc a poc, va agafant força, ha anat acompanyat d'una millora del consum de les llars gens menyspreable i, fins a un cert punt, sorprenent. Entre el 3T 2013 i el 1T 2014, el consum de les llars ha crescut, de mitjana, a un ritme del 0,5% intertrimestral, una taxa clarament superior al -0,3% anotat entre el 2007 i el 2012 i que s'aproxima al 0,8% del període 2000-2006.

La recuperació del consum de les llars està molt vinculada a una millora considerable del consum de béns duradors. El consum d'aquest tipus de productes va ser el que va disminuir més durant la recessió, gairebé el 25% en termes reals. I ara que la confiança en la capacitat de recuperació de l'economia ha tornat a calar entre la població, comença a guanyar el terreny perdut. No obstant això, segons les estimacions de l'OCDE, entre el 2000 i el 2006, el 10%, de mitjana, del consum de les llars es destinava als béns duradors, una xifra similar a la del consum de la zona de l'euro o dels EUA. Actualment, la proporció se situa en el 6%, de manera que el camí que cal recórrer per recuperar els nivells previs a la crisi encara és llarg.

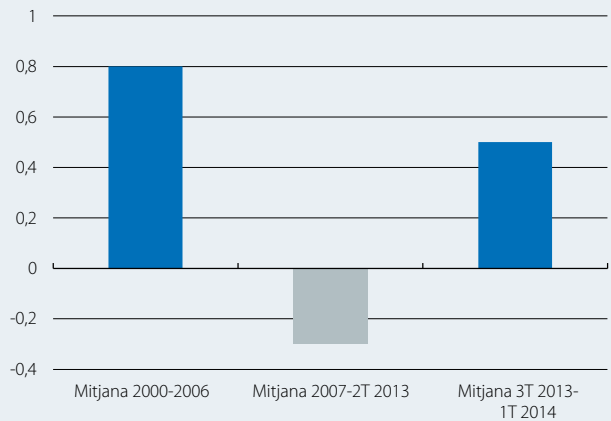
La compra d'automòbils explica, en gran part, que el consum de béns duradors s'hagi recuperat. Durant els sis primers mesos de l'any, es van vendre 225.000 turismes a particulars, xifra que representa un creixement del 23% en relació amb el 2013. L'aprovació, per part del Govern, del pla PIVE 6, amb una dotació de 175 milions d'euros, i la millora constant de la confiança del consumidor fan pensar que el bon ritme de creixement de les vendes es mantindrà en els pròxims mesos. El sector de l'automòbil, un cop incloses totes les activitats relacionades amb l'automoció, com les assegurances o els concessionaris, aporta el 6% del PIB i ocupa gairebé el 7% de la població activa d'Espanya, motiu pel qual les dades recents de consum són especialment encoratjadores.

No obstant això, l'enèrgic augment del consum de béns duradors, i de vehicles en particular, provoca un repunt notable de les importacions. Ja que la proporció de béns importats en els béns duradors és superior a la dels no duradors, no sorprèn que la recuperació que ens ocupa derivi d'un major creixement de les importacions. Serveixi de referència que, entre el gener i el març d'enguany, l'increment de les importacions de vehicles va representar el 22,8% de l'augment total de les importacions de béns.

El saldo per compte corrent va tancar el 2013 amb un superàvit històric del 0,7% del PIB, però una part de la millora registrada en els últims anys és conseqüència de la caiguda de la demanda interna i, en particular, de l'enfonsament del consum de béns duradors. Tot plegat ens recorda fins a quin punt continua sent important per a l'economia espanyola que els seus agents no desisteixin en l'intent de guanyar competitivitat.

### Creixement del consum de les llars

Variació intertrimestral (%)

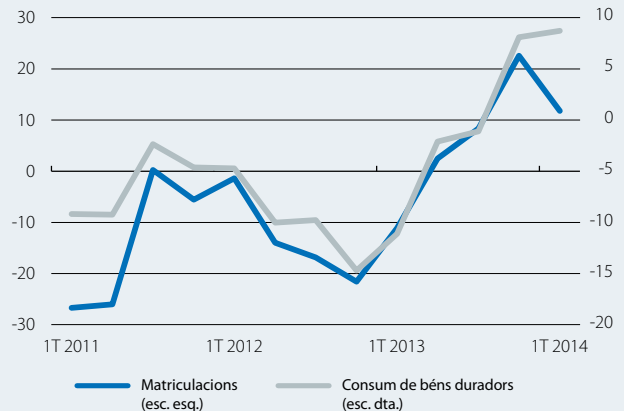


Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'INE.

### Consum de béns duradors i matriculacions de vehicles

Variació interanual (%)

Variació interanual (%)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'OCDE i de l'ANFAC.

### Saldo exterior de vehicles \*

Acumulat de 12 mesos (índex 100 = gener 2011)



Nota: \* En termes nominals.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Comex.

## FOCUS · La reforma tributària i l'ajust del dèficit públic

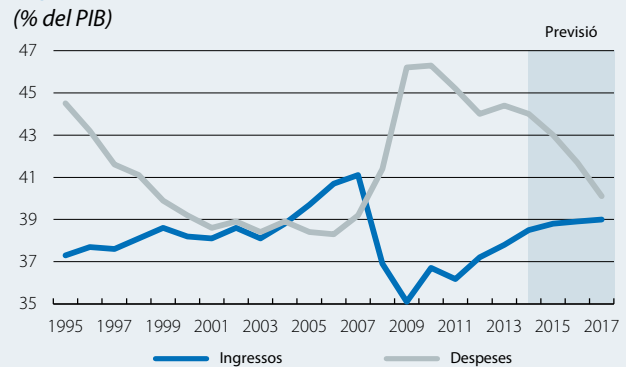
Tot i que, en els últims anys, la correcció del dèficit públic ha estat notable, encara es troba a mig camí. Des que el 2009 el dèficit es va situar en l'11,1% del PIB, s'ha reduït en 4,0 p. p., fins al 7,1% amb què va tancar el 2013. Per arribar, com a mínim, al 3,0% acordat amb Brussel·les, encara falten 4,1 p. p. En aquesta part del camí que encara no s'ha recorregut, una de les incògnites que quedaven per resoldre era com es distribuïria el gros de l'ajust fiscal pendent, si es produïria mitjançant un augment de la recaptació o una reducció de la despesa pública.

Una comparativa a nivell internacional no ofereix pistes clares sobre quin és el nivell adequat d'ingressos i despeses públiques. A Espanya, els ingressos del conjunt de les administracions públiques es van situar, el 2013, en el 37,8% del PIB. Una xifra clarament inferior al 44,7% d'Alemanya o al 51,8% de França, però similar al 37,7% del Regne Unit i clarament superior al 30,7% dels EUA. Pel costat de les despeses, la comparativa internacional tampoc no proporciona pistes sobre quin hauria de ser el nivell de la despesa pública: hi ha països amb nivells superiors i amb nivells inferiors. La decisió, resumida de forma molt sintètica, consisteix a determinar a quin nivell d'equitat i de provisió de béns públics aspira cada país i amb quin grau d'eficiència és capaç de proveir-lo el seu sistema públic. Cal, doncs, que les resolucions que modifiquin de forma substancial i duradora aquest marc vagin acompanyades d'un debat públic de primer ordre.

En aquest context, la reforma tributària havia d'afrontar un gran repte: compatibilitzar els objectius tradicionals a llarg termini (relacionats amb l'eficiència i amb l'equitat del conjunt del sistema, ja potencialment en conflicte) amb els objectius a curt termini (augmentar la recaptació i estimular el creixement econòmic). La reforma tributària presentada pel Govern és àmplia i modifica de manera considerable gairebé tots els grans tributs (vegeu la taula per a una breu descripció de les principals mesures anunciades). A grans trets, els objectius que persegueix són aconseguir un sistema més senzill i transparent, que millori, així, la seva eficiència, i reduir la pressió fiscal sobre les persones i les empreses per estimular la recuperació de l'activitat i de l'ocupació. Segons les estimacions del Govern, la reforma presentada augmentarà el PIB en 0,55 p. p. entre el 2015 i el 2016.

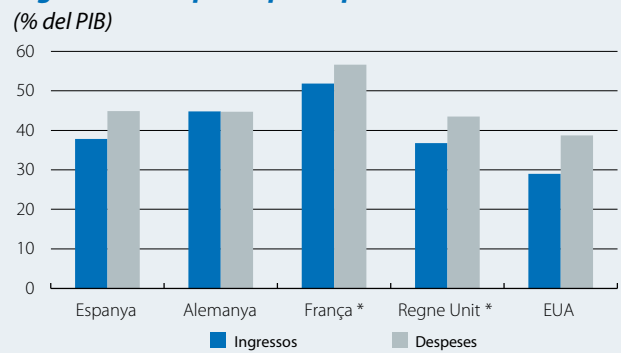
En el marc del procés de consolidació fiscal, segons les apreciacions del Govern, els ingressos augmentaran al voltant de l'1% del PIB fins al 2017 i se situaran en el 39,0% del PIB. La gran protagonista de l'ajust pendent serà, per tant, la despesa pública, que, segons les previsions, baixarà fins al 40,1% del PIB en el mateix any. D'això depèn que l'ajust del dèficit públic segueixi pel bon camí.

### Ingressos i despeses del sector públic



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda.

### Ingressos i despeses públiques el 2013



Nota: \* Dades del 2012.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'FMI.

### Reforma tributària

#### Principals mesures

IRPF	▼ Tipus mínim: del 24,75% al 20% el 2015 i al 19% el 2016
	▼ Tipus màxim: del 52% al 45% el 2016
	▼ Nombre de trams: de 7 a 5
Impost de societats	▼ Tipus de gravamen general: del 30% al 27,5% el 2015 i al 25% el 2016
	Pimes: incentius que poden reduir el tipus de gravamen al 20%
	Eliminació de determinades deduccions (re inversió de beneficis extraordinaris, etc.)
	Nous incentius vinculats a l'increment de patrimoni net
IVA	Es manté un tipus del 30% per a les entitats de crèdit
	▲ Tipus a productes sanitaris: del 10% al 21%
Rendiment de l'estalvi	Reducció generalitzada, també en dues fases (2015 i 2016)
	El 2016, el tipus mínim serà del 19% i el màxim, del 23%
	Nou límit de 8.000 euros a les exempcions per aportacions a plans de pensions
Lluita contra el frau fiscal	Incentius a l'estalvi a més de 5 anys per a aportacions inferiors als 5.000 euros
	Publicació de la llista de morosos

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda i de les administracions públiques.



## PRINCIPALS INDICADORS

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

### Indicadors d'activitat

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
<b>Indústria</b>									
Consum d'electricitat	-2,2	-2,1	-2,3	-2,4	0,1	-0,4	-0,5	1,6	...
Índex de producció industrial	-6,6	-1,5	-2,5	-0,7	1,1	1,5	4,8	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-17,5	-13,9	-15,4	-12,8	-11,6	-9,1	-9,3	-8,0	-7,4
PMI de manufactures (valor)	43,8	48,5	47,6	50,5	50,1	52,5	52,7	52,9	...
<b>Construcció</b>									
Visats d'obra nova	-42,7	-21,4	-27,2	-24,0	-6,5	-8,9	13,9	...	...
Compravenda d'habitatges	-8,7	-2,7	0,7	-9,7	-9,8	-9,3	5,3	...	...
<b>Serveis</b>									
Turistes estrangers	2,0	5,7	5,3	4,9	10,8	8,1	13,2	5,7	...
PMI de serveis (valor)	43,1	48,3	46,5	49,3	51,8	54,2	56,5	55,7	...
<b>Consum</b>									
Vendes comerç al detall	-7,1	-3,7	-5,0	-1,8	0,4	-0,1	1,0	1,0	...
Matriculacions d'automòbils	-13,5	5,6	2,5	8,3	22,6	11,8	28,7	16,9	...
Indicador de confiança dels consumidors	-31,7	-25,3	-28,7	-20,5	-19,4	-11,8	-7,8	-6,7	-3,9

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

### Indicadors d'ocupació

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
<b>Afiliats a la Seguretat Social<sup>1</sup></b>								
Sectors d'activitat								
Indústria	-5,3	-4,3	-5,1	-3,9	-2,5	-1,3	-0,3	0,1
Construcció	-17,0	-12,1	-13,8	-10,8	-7,9	-5,3	-3,0	-2,3
Serveis	-1,7	-2,0	-2,5	-2,1	-0,4	1,1	2,0	2,3
Situació professional								
Assalariats	-3,8	-3,8	-4,4	-3,9	-1,8	0,1	1,0	1,4
No assalariats	-1,4	-0,6	-1,1	-0,5	0,4	1,4	2,1	2,3
<b>TOTAL</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>
<b>Població ocupada<sup>2</sup></b>	<b>-4,3</b>	<b>-2,8</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-</b>	<b>...</b>
<b>Contractes registrats<sup>3</sup></b>								
Indefnits	29,7	-14,2	-29,0	-27,8	-2,1	6,8	24,7	20,9
Temporals	-4,0	6,4	6,0	7,1	15,0	19,4	11,3	13,1
<b>TOTAL</b>	<b>-1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>13,5</b>	<b>18,2</b>	<b>12,4</b>	<b>13,7</b>
<b>Atur registrat<sup>3</sup></b>								
Menors de 25 anys	4,5	-6,2	-6,1	-6,4	-8,0	-9,4	-12,4	-11,0
Resta d'edats	11,7	3,7	5,2	2,3	-1,2	-3,7	-5,5	-6,1
<b>TOTAL</b>	<b>10,9</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>-4,2</b>	<b>-6,1</b>	<b>-6,5</b>

Notes: 1. Dades mitjanes mensuals. 2. Estimació EPA. 3. Dades Servei Públic d'Ocupació Estatal.

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades del Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social, Institut Nacional d'Estadística i Servei Públic d'Ocupació Estatal.

### Preus

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14	06/14
<b>General</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
Subjacent	1,6	1,5	1,9	1,3	0,3	0,1	0,3	0,0	...
Aliments sense elaboració	2,3	3,6	4,3	6,0	0,7	0,7	-0,5	-2,7	...
Productes energètics	8,8	0,1	-1,1	-2,1	-1,1	-1,0	1,6	3,0	...

Font: "la Caixa" 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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	03/14	04/14
<b>Comerç de béns</b>								
Exportacions (variació interanual)	3,8	5,2	11,9	4,4	0,8	3,2	1,7	-3,7
Importacions (variació interanual)	-2,8	-1,3	0,6	-0,6	2,0	7,0	15,4	-1,1
<b>Saldo corrent</b>	<b>-12,4</b>	<b>8,0</b>	<b>4,0</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>
Béns	-27,8	-11,6	-14,5	-11,5	-11,6	-13,9	-13,9	-14,3
Serveis	37,6	40,9	38,7	39,3	40,9	41,6	41,6	42,1
Rendes	-17,9	-15,3	-15,0	-14,6	-15,3	-17,2	-17,2	-18,0
Transferències	-4,3	-6,0	-5,2	-5,5	-6,0	-6,4	-6,4	-6,3
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>-5,8</b>	<b>15,8</b>	<b>12,1</b>	<b>15,6</b>	<b>15,8</b>	<b>12,5</b>	<b>12,5</b>	<b>11,7</b>

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades del Departament de Duanes i Impostos Especials i Banc d'Espanya.

## Sector públic

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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	05/14
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>-10,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-0,5</b>	-	...
Estat <sup>1</sup>	-8,1	-4,9	-3,5	-4,0	-4,9	-0,9	-1,4	-2,5
Comunitats autònomes	-1,9	-1,5	-0,8	-1,0	-1,5	-0,3	-0,4	...
Corporacions locals	0,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,2	-	...
Seguretat Social	-1,0	-1,2	0,8	-0,3	-1,2	0,3	0,5	...
<b>Deute públic (% PIB)</b>	<b>86,0</b>	<b>93,9</b>	<b>92,2</b>	<b>93,3</b>	<b>93,9</b>	<b>96,8</b>	-	...

Nota: 1. Inclou les mesures vinculades a la reestructuració bancària i no inclou altres organismes de l'Administració Central.

Font: "la Caixa" Research, a partir de les dades de la IGAE, Ministeri d'Hisenda i 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

	2012	2013	2T 2013	3T 2013	4T 2013	1T 2014	04/14	Saldo 04/14 <sup>1</sup>
<b>Finançament als sectors no financers<sup>2</sup></b>								
Sector privat	-4,0	-7,8	-8,2	-8,1	-7,4	-6,1	-5,9	1.820,5
Empreses no financeres	-4,1	-9,8	-10,5	-10,2	-8,7	-6,4	-6,3	1.048,9
Llars <sup>3</sup>	-3,8	-4,9	-4,8	-5,0	-5,5	-5,6	-5,3	771,6
Administracions públiques <sup>4</sup>	14,9	17,0	18,5	17,5	13,1	8,6	7,4	982,8
<b>TOTAL</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>2.803,3</b>
<b>Passiu de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies</b>								
Total dipòsits	-4,5	2,1	1,8	4,7	2,2	0,2	-1,0	1.162,4
A la vista	0,2	4,2	3,2	4,6	8,1	7,4	4,5	285,8
D'estalvi	-2,8	-0,1	-1,1	-0,2	1,4	3,8	5,0	204,0
A termini	-6,7	1,7	1,6	5,7	0,2	-3,6	-5,0	652,3
En moneda estrangera	-4,0	16,8	22,7	24,1	-0,1	-1,1	2,2	20,3
Resta del passiu <sup>5</sup>	-13,2	-16,8	-19,2	-15,3	-12,7	-11,1	-11,1	125,3
<b>TOTAL</b>	<b>-5,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>1.287,7</b>
<b>Taxa de morositat (%)<sup>6</sup></b>	<b>10,4</b>	<b>13,6</b>	<b>11,6</b>	<b>12,7</b>	<b>13,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,4</b>	-
<b>Taxa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>73,8</b>	<b>58,0</b>	<b>65,8</b>	<b>63,8</b>	<b>58,0</b>	<b>58,6</b>	<b>58,6</b>	-

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: "la Caixa" Research, a partir de les dades del Banc d'Espanya.

PRIMERES MATÈRIES: FONT DE CREIXEMENT

## L'evolució de les primeres matèries: una perspectiva a llarg termini

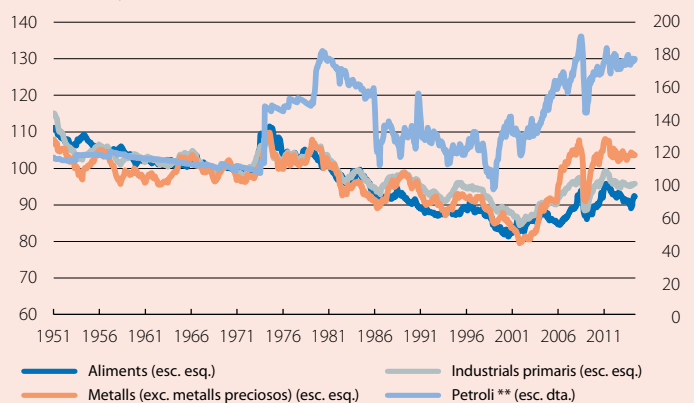
Durant les últimes dècades, l'evolució dels preus de les primeres matèries ha estat objecte recurrent de debat en els cercles acadèmics, financers i polítics internacionals. La intensitat de la discussió ha estat intermitent: major en els períodes d'alces o caigudes fortes de les cotitzacions i menor en els d'estabilitat. Així, al voltant de la crisi financera del 2008, va tenir lloc un episodi de gran agitació, arran del vertiginós procés d'auge i enfonsament que van experimentar, de forma simultània, els preus de nombroses *commodities*. Els dos últims anys han estat molt més tranquils, la qual cosa permet avaluar les dinàmiques a mitjà i a llarg termini sense patir les distorsions, en particular la miopia, pròpies dels moments convulsos. La percepció dominant el 2008, tot i que molt estesa en l'actualitat, era la d'estar en presència de preus anormalment elevats en termes històrics per a la generalitat de *commodities*. No obstant això, l'anàlisi de les sèries de preus en termes reals mostra que aquesta impressió era enganyosa. D'una banda, les pujades de preus dels tres últims lustres han comportat, pel que fa al conjunt de primeres matèries, la convergència cap a mitjanes a llarg termini. De l'altra, la disparitat de pautes entre els productes és notable quan s'examina en perspectiva.

Certament, des de l'inici del segle XXI, l'alça dels preus en termes reals (un cop eliminat el component inflacionista general) ha estat molt considerable en gairebé totes les primeres matèries. Però cal tenir en compte que, en el període previ, entre la meitat i el final dels anys noranta, aquests productes mostraven el nivell de preus més baix en dècades (en alguns casos, fins i tot, es van situar en la zona de mínims històrics). Dues preguntes sorgeixen immediatament: què genera aquestes fluctuacions de tan llarg recorregut en els preus de les *commodities*? i cada quant temps és susceptible de repetir-se aquest comportament? Diversos estudis acadèmics han tractat de respondre aquestes qüestions i han arribat a identificar la presència de cicles de llarga i de curta durada ocasionats per les dinàmiques d'oferta i demanda de cada mercat. Aquestes dinàmiques, al seu torn, han estat poderosament influïdes per alguns episodis d'acceleració del creixement econòmic que han tingut lloc al llarg de la història: les revolucions industrials dels segles XIX i XX, els processos de (re)urbanització als països occidentals després de la Segona Guerra Mundial o el vigorós cicle expansiu de les economies emergents iniciat cap al final del passat segle. En efecte, l'economista D. Jacks documenta que els cicles a llarg termini de les primeres matèries, també anomenats, en l'argot, «supercicles»,<sup>1,2</sup> són períodes que duren, de mitjana, entre 30 i 35 anys. Per la seva banda, els cicles a curt termini generen oscil·lacions al voltant del component a llarg termini i duren, aproximadament, entre 4 i 5 anys, de manera que són un element clau per explicar la volatilitat i els episodis de bombolla i d'esclat de la bombolla.

En termes dels supercicles, no totes les primeres matèries han mostrat una evolució similar, en concordança amb patrons d'oferta i demanda circumscrits a cada mercat. És habitual considerar quatre grans categories de *commodities*: energia (petroli, gas, carbó, etc.), metalls (coure, acer, zinc, estany, or, plata, etc.), industrials primaris (cautxú, resines, cotó, cuir, etc.) i alimentaris (cereals, olis, greixos i carns animals, etc.). Així, els productes energètics, amb un protagonisme destacat del petroli, i els metalls són els grups que, des d'una perspectiva temporal llarga, han registrat avanços més importants en els preus reals. Al costat oposat es troben els productes industrials primaris i els alimentaris, que mostren una marcada tendència a la baixa. Dos grans determinants ajuden a explicar aquesta divergència. Pel costat de la demanda, la composició del creixement global ha impulsat diferencialment la cotització de l'energia i dels metalls en els 20 últims anys. En particular, des de mitjan segle XX, els països que avui formen l'anomenat bloc desenvolupat van basar en major grau el seu creixement en l'expansió i en l'aprofundiment del sector serveis i en una indústria manufacturera amb un elevat component tecnològic. Això contrasta amb el fort cicle expansiu desencadenat als països emer-

### Evolució del preu real \* de les primeres matèries

(Mitjana any 1970 = 100)



Notes: \* Sèries deflactades amb l'índex de preus al consum dels EUA (US CPI Urban Consumers Index). \*\* Barril de cru WTI (West Texas Intermediate).

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg, de Thomson Reuters Datastream i de la Reserva Federal de St. Louis.

1. Per a una exposició detallada i rigorosa sobre la teoria dels supercicles, vegeu D. Jacks (2013), «From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the Long Run», National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, núm. 18.874, i P. Cashin i C.J. McDermott (2002), «The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability», IMF Staff Papers, 49(2), 175-199.

2. Vegeu I. Pedreira i M.A. Canyella (2012), «Primeres matèries: què va canviar en l'última dècada?», Document de Treball 06/2012, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa", per a l'anàlisi i la comparativa dels cicles de les primeres matèries.

gents al final de la dècada dels noranta, caracteritzat per un ús intens de factors productius vinculats a l'energia, els metalls i els seus derivats. Per la seva banda, la demanda de *commodities* agrícoles ha registrat augments sensiblement inferiors als casos anteriors, atesa la menor propensió a consumir aquests productes a mesura que es deixen enrere els estadis inicials de desenvolupament i de progrés econòmic. Pel que fa als factors d'oferta, els costos, cada vegada més elevats, d'extracció i d'explotació dels recursos energètics i minerals, situats, en moltes ocasions, en regions amb una elevada conflictivitat geopolítica, contribueixen a sostenir els preus en cotes més elevades, la qual cosa, al seu torn, comporta una menor capacitat d'ajust davant canvis sobtats en els patrons de demanda (o, de forma equivalent, una oferta relativament inelàstica). En canvi, l'oferta de productes alimentaris i de cultiu (cotó, etc.) disposa, per regla general, d'una major capacitat d'adaptació a les fluctuacions de la demanda, a causa d'uns costos fixos més baixos i d'una major flexibilitat dels factors de producció intermedis. Addicionalment, els importants guanys de productivitat en les activitats agràries, després de l'onada d'innovacions tecnològiques i organitzatives de la Revolució verda, han consolidat la feblesa en els preus d'aquests productes al llarg de les últimes dècades.

Sense perjudici d'aquestes diferències en les dinàmiques dels supercicles, amb l'inici del nou segle, va començar un període de major correlació entre els preus.<sup>3</sup> Una possible explicació remet a canvis tecnològics en els processos que condueixen a una utilització creixent d'*inputs* comuns (en especial, la mateixa energia) en l'extracció o la producció de les diferents primeres matèries.<sup>4</sup> Però sembla més plausible que la causa d'aquesta correlació creixent sigui la «finançarització» de les *commodities*. Els gestors professionals de carteres i els inversors institucionals sempre han procurat destinar una part dels seus fons a l'adquisició de primeres matèries, atrets per la baixa correlació que, en termes històrics, s'ha observat entre aquestes primeres matèries i els actius financers tradicionals (renda variable i renda fixa), la qual cosa permet diversificar el risc de les carteres. Des de mitjan anys 2000, aquesta possibilitat de diversificació s'ha anat posant a l'abast dels inversors particulars, gràcies a algunes innovacions, com els productes derivats (futurs i opcions) i els ETF (*exchange-traded funds*) sobre *commodities*.

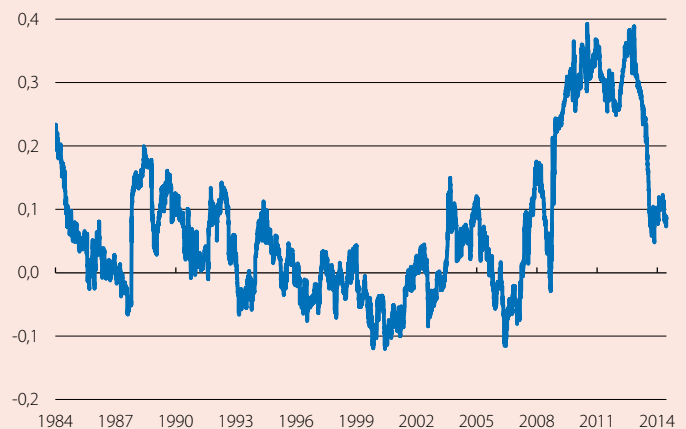
La paradoxa és que les correlacions van augmentar de forma intensa, precisament, arran de l'auge i la popularitat d'aquests instruments. En efecte, la «finançarització» ha propiciat que les volatilitats i les correlacions en els preus de les primeres matèries s'hagin vist exacerbades, en els últims anys, per les condicions imperants en altres parcel·les dels mercats financers i hagin distorsionat, en ocasions, el funcionament normal dels mecanismes d'oferta i demanda finals.<sup>5</sup> Múltiples estudis empírics mostren que els fluxos pseudofinancers incideixen en les condicions a curt termini dels mercats de *commodities*, però no són concloents a l'hora d'establir una relació de causalitat entre el grau de «finançarització» de les primeres matèries i el nivell a mitjà i a llarg termini dels preus. A més a més, algunes de les reformes recents del marc financer internacional contribuiran a reduir els nexes d'unió entre les *commodities* i els mercats financers. Per exemple, les noves disposicions sobre l'operativa als mercats de derivats o les restriccions al *proprietary trading* per part de les entitats bancàries. Ja hi ha signes que apunten en aquesta direcció: segons les dades del BIS, el saldo viu de derivats *over the counter* (OTC) sobre primeres matèries va pujar, al final del 2013, a 2,21 bilions de dòlars, per sota dels 2,6 bilions del final del 2012, dels 2,9 bilions del 2009 i del màxim històric de 8,5 bilions assolit el 2007.

En suma, tant des del punt de vista de la dinàmica del supercicle com de la incidència de la «finançarització», les forces que es projecten per als pròxims anys apunten cap a un comportament molt més estable dels preus (en termes reals) del que s'ha observat en els quinze últims anys i en línia amb els nivells mitjans històrics.

Carlos Martínez Sarnago  
Departament de Mercats Financers, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

### Correlació entre primeres matèries i borsa

Coefficient de correlació de rendibilitats diàries de l'índex borsari S&P 500 i de l'índex CRB de primeres matèries



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

3. McKinsey Global Institute (2013), «Resource Revolution: Tracking Global Commodity Markets».

4. La plantació de blat de moro o de canya de sucre per a la generació de bioetanol és un exemple il·lustratiu. Segons dades de McKinsey, entre el 15% i el 30% del cost total de producció de blat de moro correspon al factor energètic.

5. Cheng-Haw Cheng i Wei Xiong (2013), «The Financialization of Commodity Markets», National Bureau of Economic Research, Working Paper, núm. 19.642. Els autors argumenten que els efectes positius associats a la millor distribució dels riscos que generen els derivats sobre primeres matèries poden ser contrarestats per problemes d'informació asimètrica als mercats de futurs.

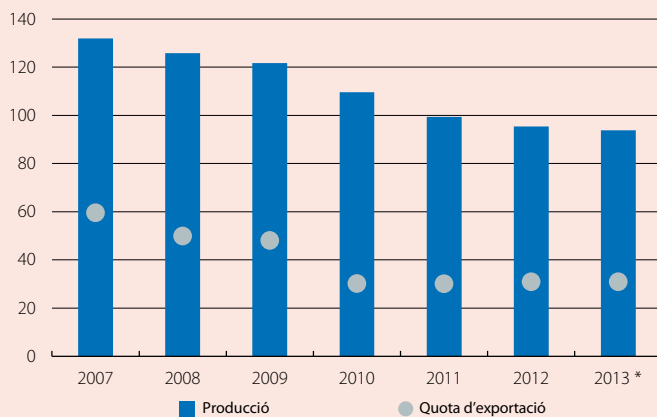
## El curiós cas de les terres rares: la crisi que no serà

Al teu mòbil estrenat fa poc, als xips del teu ordinador, a les bombetes amb tecnologia LED que il·luminen casa teva o al motor del teu proper cotxe elèctric o híbrid (això dependrà de com siguis d'ecològic). Per molt sorprenent que et sembli, les «terres rares», un grup de metalls singulars, ja formen part del teu dia a dia. Aquesta rellevància creixent en les aplicacions industrials es combina amb una circumstància que crida molt l'atenció: ara com ara, l'extracció està confinada en emplaçaments molt concrets, en els quals la Xina té el protagonisme. Malgrat el bombo mediàtic, el més probable és que no visquem ni una «febre» ni una «guerra» de les terres rares.

L'escandi, l'itri i 15 metalls més de la família dels lantànids formen el grup d'elements químics coneguts com «terres rares» (de l'anglès, *rare earth*) o «elements rars». Malgrat el seu nom, no són terra i de rars en tenen ben poc, ja que es troben de manera abundant a l'escorça del planeta i la majoria d'ells ja havien estat descoberts i classificats al final del segle XIX. No obstant això, a diferència d'altres metalls com l'or o la plata, que formen minerals independents, aquests elements es troben a l'interior d'altres minerals en una concentració molt baixa i, sovint, barrejats entre si, la qual cosa en dificulta el procés d'extracció i de refinatge. En particular, aquests processos requereixen abundants quantitats d'àcids tòxics i generen residus radioactius difícils de controlar. Així mateix, fins ben entrada la segona meitat del segle XX, el seu ús no s'estenia més enllà del laboratori. Però, en les últimes

### Xina: producció i quotes d'exportació de terres rares

(Milers de tones)



Nota: \* Estimació.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de The Economist i de Bloomberg.

dècades, la majoria d'aquests elements rars s'han convertit en *inputs* indispensables (tot i que sigui en quantitats minúscules) de nombrosos artefactes d'alta tecnologia. En destaquen tres àmbits: l'electrònica de consum d'última generació; la indústria armamentística, en especial els sistemes de comunicació adherits a míssils i a *drones*, i el sector de l'energia neta, ja que formen part dels imants que s'utilitzen en els motors dels cotxes híbrids o en les turbines de vent.

Tot i que la seva presència en nombrosos productes d'ús diari a tot el planeta és un fet, la seva extracció està gairebé limitada a un únic país, la Xina, que copa més del 90% de la producció mundial. Aquesta supremacia és relativament recent, ja que, al començament dels vuitanta, els EUA eren el principal productor de terres rares, gràcies a Mountain Pass, una mina a la costa de l'assolellada Califòrnia. No obstant això, la competència creixent del gegant asiàtic i nombroses crítiques relacionades amb la seguretat mediambiental van comportar el tancament de la mina nord-americana el 2002. Precisament, la permissivitat de la Xina en aquest àmbit li ha conferit un sòlid avantatge en l'explotació del recurs miner dels elements rars, que, com ja s'ha

esmentat, és altament contaminant per a l'entorn. A aquesta permissivitat cal afegir unes reserves xineses de terres rares molt abundants (al voltant del 40% del total global), una política pública que ha donat suport al desenvolupament miner de manera àmplia amb quantioses inversions, i uns baixos costos laborals. A més de ser el principal productor, la Xina també és el primer consumidor mundial d'aquests elements, amb el 70% del total. Sens dubte, hi té molt a veure el paper central del país a la «Fàbrica Àsia», una de les cadenes globals de producció manufacturera més integrades i extenses a nivell mundial, constituïda per nombrosos països del sud-est asiàtic i especialitzada, precisament, en productes electrònics (vegeu l'article «Xina, al centre de la «Fàbrica Àsia»», al Dossier de l'Informe Mensual del juny del 2014).

En aquest context de domini, i atesa la forta demanda dins el propi país, la Xina ha estat acusada, en nombroses ocasions, d'abusar de la seva posició. Així, al març del 2012, el Japó, els EUA i la UE van presentar una denúncia conjunta davant l'Organització Mundial del Comerç (OMC) per les restriccions a les exportacions de terres rares imposades pel Govern xinès des del 2010 (vegeu el primer gràfic). Unes restriccions que, en un primer moment, al llarg del 2011, van provocar pujades excepcionals en els preus de molts d'aquests metalls al mercat internacional. La causa va ser l'augment de les compres per acumular estocs davant el pànic a ulteriors (i potser més dures) restriccions per part del país asiàtic (vegeu el mateix gràfic). És convenient reconèixer que la Xina va justificar en tot moment el seu comportament per una necessitat de reduir les emissions contaminants de l'extracció dels elements rars i de protegir el medi ambient. Certament, l'hegemonia en la producció de terres rares del país es basava en múltiples explotacions de dimensió mitjana o petita que no complien les condicions de seguretat suficients per garantir el control de



les substàncies tòxiques que generaven. Això aconsellava que fossin obligades a finalitzar l'activitat. No obstant això, siguin quins siguin els motius exactes i detallats de les limitacions, i malgrat que, al març d'enguany, l'OMC va donar la raó a la part demandant, la veritat és que, durant quatre anys la Xina i, en particular, les seves empreses especialitzades en manufactures electròniques s'han beneficiat d'un preu inferior en les terres rares (un dels seus *inputs* de producció), la qual cosa li ha conferit un cert avantatge en relació amb els competidors estrangers.

Passats uns mesos des de l'inici de les restriccions per part de la Xina, els preus van tornar a nivells més moderats, en constatar-se que aquestes restriccions no eren desmesurades. Així i tot, les reaccions no es van fer esperar. Els EUA van reobrir Mountain Pass al final del 2010, Austràlia va començar a augmentar la producció a l'oest del país i Canadà ha desplegat nombrosos projectes d'exploració, la qual cosa corrobora que la distribució geogràfica de les reserves mundials de terres rares s'estén més enllà de les fronteres xineses. Per la seva banda, el Japó ha impulsat enormement el reciclatge d'aquests metalls i la investigació centrada en la recerca de substituïts. Un impuls que, el passat mes de maig, va fer un pas important amb la presentació d'unes noves bateries que, a més de ser econòmiques, reciclables i d'alt rendiment, no contenen terres rares.

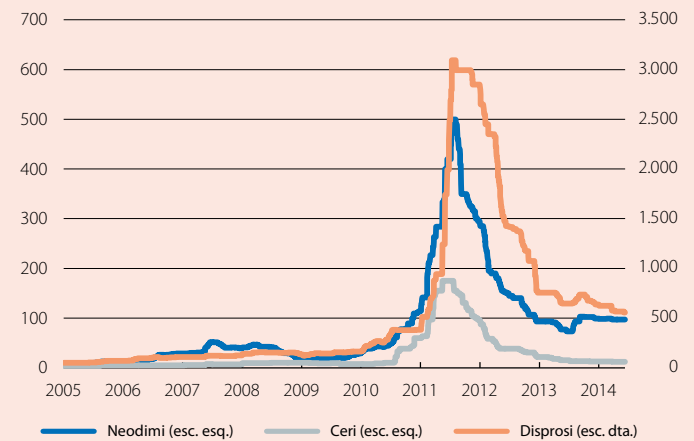
En definitiva, i tenint en compte que el futur és incert, és difícil imaginar nous episodis de volatilitat en els preus de les terres rares com els observats el 2011. L'argument es basa en tres conclusions. En primer lloc, la Xina no ha mostrat intencions d'insistir en les limitacions a les exportacions d'elements rars. Al capdavant, una cert entesa amb els EUA, Europa i el Japó és clau per al benestar actual del país asiàtic, les exportacions d'alta tecnologia del qual són consumides, precisament, pels ciutadans d'aquests tres mercats. Així mateix, les noves explotacions de cap a cap del planeta contribuiran a l'estabilitat dels preus. Finalment, sembla que els avanços tecnològics disminuiran la dependència actual de les terres rares en la producció de l'electrònica avançada i en el desenvolupament de les energies renovables.

Clàudia Canals

Departament d'Economia Internacional, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

### Preu de les terres rares

Dòlars per quilo



*Nota:* Alguns dels elements rars més abundants o comuns.

*Font:* "la Caixa" Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

## L'Amèrica Llatina podria resistir un xoc negatiu en les primeres matèries?

L'Amèrica Llatina ha estat, en conjunt, beneficiària del notable auge que han experimentat els preus de les primeres matèries en els últims anys. La regió és una proveïdora important d'un bon nombre dels productes agropecuaris, miners i del sector energètic que integren la cistella internacional de *commodities*, el valor nominal de la qual gairebé es va doblar entre el 2003 i el 2013. La revaloració en termes reals (descomptant la inflació) va arribar al 50% i va contribuir, per tant, a millorar la relació real d'intercanvi d'aquests països. La perspectiva d'una moderació de les cotitzacions (vegeu l'article «L'evolució de les primeres matèries: una perspectiva a llarg termini», en aquest mateix Dossier) convida a preguntar-se quina serà la capacitat de resistència de les principals economies de la regió davant aquest nou escenari, així com les respostes que podria donar la política econòmica.

Un bon punt de partida per analitzar la qüestió consisteix a radiografiar la dependència de les primeres matèries als països més destacats. Un informe recent de l'IIF combina visió panoràmica i detalls per extreure algunes conclusions reveladores.<sup>1</sup> La primera és que Mèxic sembla poc vulnerable: mentre que, a la majoria de països llatinoamericans, les exportacions de primeres matèries representen entre el 97% i el 66% del total, les vendes internacionals a Mèxic representen, només, el 26%.

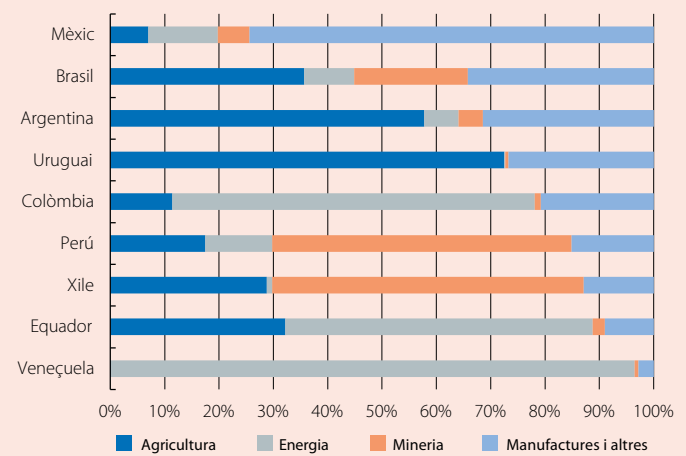
Però la resta de països analitzats –Argentina, Brasil, Colòmbia, Equador, Uruguai, Veneçuela i Xile– sí mostren una elevada dependència de les exportacions de primeres matèries. A més a més, és possible afinar l'anàlisi de vulnerabilitats si considerem que la concentració exportadora en uns pocs productes és un factor de risc afegit. La tònica general que s'observa és que, per desgràcia, un nombre reduït de categories de productes concentra el gros de les exportacions a nivell nacional. Amb l'excepció del Brasil, que es beneficia d'una cartera de productes relativament diversificada, entre el 60% i el 70% de les exportacions de cada país se centren en una única tipologia de primeres matèries: Argentina i Uruguai s'especialitzen en les agrícoles; Veneçuela, Colòmbia i Equador, en petroli i en altres productes energètics, i Xile i Perú, en mineria (vegeu el gràfic).

Amb aquesta situació de partida, el pas següent és concretar quin seria l'impacte sobre el creixement econòmic d'eventuals canvis en els preus de les primeres matèries, un exercici que, precisament, ha dut a terme un estudi, també recent, de l'FMI.<sup>2</sup> El Fons analitza, a tres escenaris diferents, la relació entre els preus de les primeres matèries i el creixement econòmic a Xile, Perú, Equador, Uruguai, Brasil, Colòmbia i Bolívia. El primer escenari és el de «preus estables», en què les cotitzacions es mantindrien sense canvis en relació amb els nivells del 2013. El segon, que l'FMI considera un escenari de descens moderat, es basa en els preus als mercats de futurs a la data de l'estudi (febrer del 2014). Finalment, el tercer, partint d'un escenari advers, suposa que els preus de les primeres matèries cauen el 10% en relació amb els nivells de l'escenari «futurs». La conclusió general que s'obté de l'anàlisi és que, fins i tot en l'escenari més benigne (el de «preus estables»), el creixement previst per al període 2014-2019 seria inferior al registrat en la dècada 2003-2013. En concret, seria 1,2 punts percentuals inferior en l'escenari de «preus estables», 2 punts menor en l'escenari «futurs» i 2,5 punts menor en l'escenari advers, com es recull al gràfic.

Amb el propòsit de concretar la sensibilitat dels diferents països a l'evolució de les primeres matèries, l'FMI proporciona informació explícitament individualitzada del creixement previst a l'escenari de «preus estables». Doncs bé, fins i tot en aquest supòsit, tots els països estudiats experimentarien una desacceleració del creixement el 2014-2019 en relació amb la mitjana de la dècada 2003-2013. En concret, l'ordre de països, de més a menys afectats, és: Perú, Equador, Bolívia, Uruguai, Brasil, Colòmbia i Xile.

### Exportacions per tipus de productes

(% sobre el total d'exportacions)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'IIF.

1. Institute of International Finance, «Latin America: We're Not In Kansas Anymore».

2. Fons Monetari Internacional, «Regional economic outlook. Western Hemisphere».

Considerats en conjunt, els resultats de l'FMI mostren que Sud-amèrica pateix un grau de sensibilitat relativament elevat als xocs dels preus de les primeres matèries i que, si es donés l'escenari més advers, veuria reduït el creixement a menys de la meitat del registrat en la dècada 2003-2013. No obstant això, el mateix Fons reconeix que el seu model d'estimació pot estar magnificant una mica l'impacte negatiu, ja que no recull les millores que s'han anat introduint en els últims anys en el marc de la política econòmica a molts països de la regió.

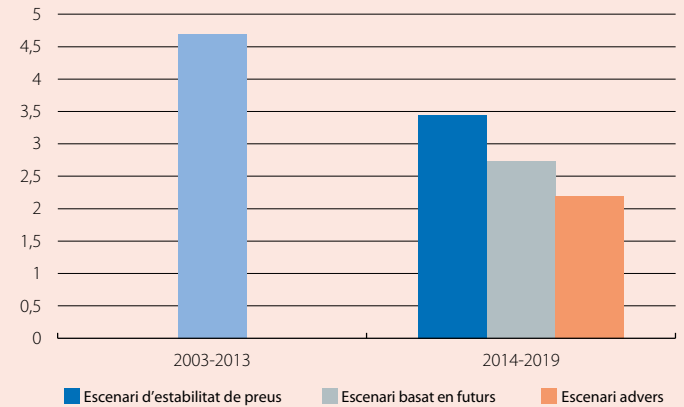
Justament, aquesta qüestió ha estat abordada per un tercer estudi, en aquest cas del BIS.<sup>3</sup> Tradicionalment, la capacitat d'implementar polítiques contracíclics als països emergents ha estat menor que als països desenvolupats amb un marc de política econòmica més sòlid. El més habitual a moltes de les economies llatinoamericanes, i també als emergents d'altres regions, era que la política mostrés una elevada prociclicitat, que intensificava perfils de creixement molt volàtils. El patró clàssic era el d'una política fiscal que aconseguia guanyar marge de maniobra durant els períodes expansius i una política monetària sovint subordinada a la primera. Aquesta situació ha anat canviant a mesura que moltes economies emergents, entre elles les llatinoamericanes, s'han dotat d'un marc fiscal molt més estricte i han blindat els bancs centrals amb l'objectiu de controlar la inflació.

El BIS constata que, des del 2000, nombroses economies emergents han estat capaces d'adoptar amb èxit polítiques contracíclics. De fet, en alguns casos, han arribat a aconseguir la intensitat pròpia de les economies avançades. Les estimacions del BIS recullen dades del 2000 al 2011 de Brasil, Mèxic, Colòmbia, Perú i Xile. Una primera conclusió és que el grau de contraciclicitat de la política monetària als tres primers és similar al que mostren molts dels països que integren la zona de l'euro. El cas de Xile és singular: la política fiscal, que compensa els vaivens del cicle en un grau que, de fet, és superior al que s'observa a la majoria de països de la zona de l'euro, és la que té el paper més actiu. Aquest és el resultat positiu d'anar construint el que, probablement, sigui el marc de política econòmica de l'Amèrica Llatina que millor garanteix l'estabilitat macroeconòmica.

En definitiva, i recuperant la qüestió de l'inici, l'Amèrica Llatina podria resistir un xoc negatiu en les primeres matèries? La resposta és que, en termes generals, l'impacte d'una caiguda forta de les cotitzacions s'apreciaria també en termes de creixement. Afortunadament, aquesta situació hipotètica es donaria en un moment en què molts d'aquests països es beneficien de marcs de política econòmica significativament més sòlids que en dècades anteriors. Fins i tot si, com és probable, no s'acaba materialitzant una caiguda intensa de les primeres matèries, és clar que disposar d'un marge elevat d'actuació contracíclica serà clau en el futur.

### Previsions de creixement de les primeres matèries en diferents escenaris

Creixement anual mitjà (%)



**Nota:** Mitjana simple del creixement del PIB de Bolívia, Brasil, Colòmbia, Equador, Perú, Uruguai i Xile.  
**Font:** "la Caixa" Research, a partir de dades de l'FMI.

Àlex Ruiz

Departament d'Economia Internacional, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"

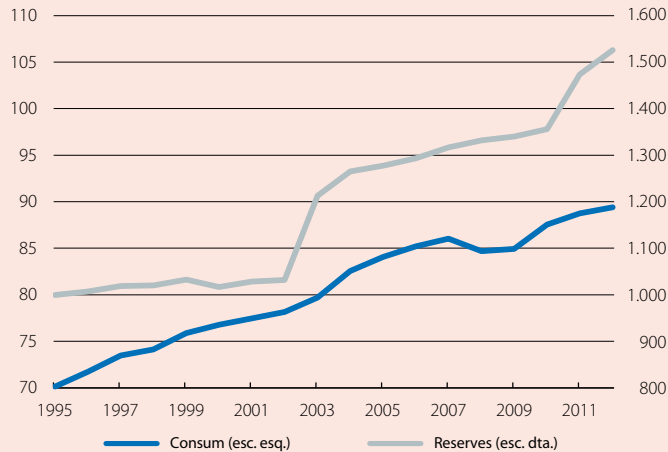
3. Takáts, E. «Countercyclical policies in emerging markets», BIS Quarterly Review, juny.

## Petroli: l'estabilitat té un preu

El rebrot del conflicte a l'Iraq ha disparat les alarmes al mercat internacional del petroli. La possibilitat d'una escalada militar al cor d'una regió tan crítica com l'Orient Mitjà fa témer un nou episodi de tensions petrolieres. En aquest sentit, convé recordar que l'Iraq és el vuitè productor mundial de petroli (el 3,4% de la producció global) i que va proporcionar la major part de l'increment

### Petroli: consum i reserves globals

(Milions de barrils diaris)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'EIA (Energy Information Administration).

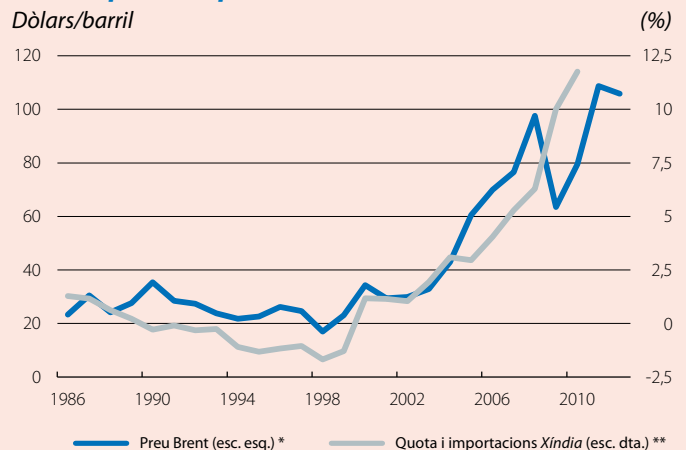
fora de l'àmbit de l'OPEP. Quant a la demanda, són claus les transformacions de grans consumidors d'energia com la Xina i l'Índia, en particular el seu ús creixent d'altres fonts d'energia, com la hidroelèctrica i el gas natural.

La viabilitat tècnica d'extreure petroli de jaciments alternatius als de l'Orient Mitjà fa que les reserves creixin més que el consum. Si el consum mundial de petroli va pujar el 17% entre el 2000 i el 2012, les reserves van augmentar més del 60% (el consum va representar el 7,6% de les reserves mundials el 2002 i només el 5,9% el 2012). Però aquest increment de les reserves no ha comportat un abaratiment del Brent, ja que, el 2013, el preu mitjà va triplicar el del 2000 (deflactat pel deflactor del PIB nord-americà). Per què? La raó cal buscar-la en el fet que, per extreure petroli a les noves zones, cal utilitzar tècniques costoses i contaminants com la fracturació hidràulica (*fracking*), que obté el petroli i el gas incrustats en les capes d'esquist (*shale*) del subsòl. Aquest alt cost d'extracció, en comparació amb els mètodes tradicionals, fa que l'explotació d'aquests jaciments només sigui rendible amb un petroli car. Si els preus baixen, l'extracció ja no és rendible i es redueix l'oferta, la qual cosa genera un sòl relativament elevat per al preu del petroli. Però, quan el petroli s'encareix, l'extracció sí surt a compte. Conseqüentment, l'oferta augmenta i posa un sostre als preus.

La diversificació geogràfica dels jaciments també juga a favor de la contenció dels preus, ja que redueix el risc geopolític. Els EUA i Canadà són el millor exponent d'aquesta ampliació de l'oferta. Gràcies al *fracking*, els dos països van incrementar la producció de cru des dels 11,9 milions de barrils diaris el 2008 fins als 16,4 milions el 2013. La rellevància d'aquestes xifres és enorme. D'una banda, ja aporten el 18,2% de la producció global en termes absoluts. De l'altra, van contribuir en un 80% al creixement de l'oferta global del període. Això els atorga una capacitat cada vegada més significativa com a reguladors del preu internacional del cru, un paper que, fins fa poc, estava reservat a l'Àrab Saudita (11,6 milions de barrils diaris el 2013). Una prova d'aquesta major flexibilitat nord-americana és que la històrica tendència alcista del percentatge del consum de cru coberta amb importacions s'ha orientat a la baixa des del 2008.

La possibilitat d'una escalada militar al cor d'una regió tan crítica com l'Orient Mitjà fa témer un nou episodi de tensions petrolieres. En aquest sentit, convé recordar que l'Iraq és el vuitè productor mundial de petroli (el 3,4% de la producció global) i que va proporcionar la major part de l'increment de la producció de cru de l'OPEP entre el 2008 i el 2013. No obstant això, no és menys cert que, en aquest mateix període, l'augment de l'extracció als EUA i a Canadà ha estat cinc vegades superior al de l'Iraq. Potser per això, la pujada del Brent dels 108 als 114 dòlars en la tercera setmana de juliol es pot considerar moderada en comparació amb els repunts espectaculars que van tenir lloc en episodis bèl·lics del passat. I és que, tot i que la tempesta iraquiana pot marcar els alts i baixos del preu del petroli fins al final del 2014, les tendències de fons apunten a una evolució relativament tranquil·la en els pròxims anys. Això no vol dir que estiguem anticipant un petroli barat: el Brent continua a la vora dels màxims històrics tant en termes nominals com reals i ho continuarà estant. És a dir, la nostra expectativa és que continuarem tenint un petroli car, però sense grans oscil·lacions. Les causes d'aquesta estabilitat, inèdita durant dècades, cal buscar-les en els canvis operats en l'oferta i en la demanda. Pel que fa a l'oferta, els últims anys s'han caracteritzat per l'aparició de noves àrees d'extracció

### Petroli: preu i importacions de Xíndia



Notes: \* Brent spot (mitjana anual) deflactat pel deflactor del PIB dels EUA.

\*\* Diferència en relació amb la tendència del 1986-2004.

Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de l'EIA i de Thomson Reuters Datastream.

Les pautes globals de demanda també apunten a un preu estable del petroli. El factor que, en l'última dècada, més ha afectat la demanda global de cru ha estat l'emergència de la Xina i de l'Índia (*Xíndia*) com a grans consumidors d'energia, conseqüència del seu ràpid creixement econòmic. S'estima que *Xíndia* contribuirà en un 60% a l'increment del consum mundial de petroli entre el 2010 i el 2020. Aquesta influència de *Xíndia* no és nova: és un gran importador net de petroli des de fa anys, i l'explosiva acceleració de la quota que representen les seves importacions en relació amb el total mundial des del 2004 és paral·lela a les pujades del preu del petroli entre aquest any i el 2011 (llevat del 2009, moment de crisi profunda del comerç internacional arran de la Gran Recessió). Això suggereix un fort vincle entre la demanda d'importacions de petroli de *Xíndia* i el preu del cru.

No obstant això, els canvis que es perfilen en l'estructura energètica de *Xíndia* s'orienten cap a un escenari d'evolució tranquil·la del preu del cru, gràcies a un fenomen molt poderós: entre el 2010 i el 2020, la utilització, en aquests països, del gas natural (amb un menor cost en inversió extractiva) i de les energies hidroelèctrica i nuclear (que es beneficien dels progressos tecnològics en les prestacions d'emmagatzematge de les bateries i d'un menor impacte contaminant) creixerà més que la del petroli. És cert que la reducció del pes del carbó (una font d'energia especialment bruta) des del 65% de les necessitats energètiques de *Xíndia* el 2010 fins al 60% el 2020 serà coberta, en part, pel petroli. Però el primer efecte domina sobre aquest segon, de manera que disminuirà el pes dels combustibles petrolers (del 20,6% al 19,3% del total) i pujarà el del gas natural (del 4,9% al 5,6%) i, sobretot, el de les energies hidroelèctrica i nuclear (del 9% al 15%). Aquestes xifres poden semblar modestes, però, en termes de les taxes de creixement implícites, representen grans variacions en la dinàmica del paisatge energètic.

De fet, aquestes pautes de transformació en l'estructura energètica de *Xíndia* s'observaran també a nivell global. Certament de manera menys intensa, però suficient per donar suport a l'escenari d'estabilitat relativa en el preu del cru. Un altre factor que hi contribuirà és el menor creixement econòmic dels EUA i, en especial, d'Europa, en comparació amb el de les economies emergents. Atès que el petroli té un pes més gran en la cobertura de les necessitats energètiques dels EUA i de l'Europa occidental (el 39% i el 37%, respectivament, el 2010) que en la cobertura de les necessitats de l'Àsia emergent (el 25%), aquest creixement relatiu inferior farà que, en conjunt, la demanda de petroli pugi menys que la de l'energia hidroelèctrica, el gas natural i la nuclear.

Els principals esdeveniments que ens podrien desviar del nostre escenari d'un petroli car però estable són tres: un apuntaria a l'alça, un altre a la baixa i el tercer és de signe ambigu. En primer lloc, si les tensions de l'Orient Mitjà acaben desestabilitzant l'Aràbia Saudita, els efectes sobre l'oferta incrementarien la seva ordre de magnitud i el petroli s'encariria de forma notable. En segon lloc, malgrat que la Xina es veu obligada a importar la meitat del petroli que consumeix, si els projectes d'extracció a terra i mar aconseguissin un augment notable de la producció, llavors podríem assistir a un cert abaratiment del cru. I, en tercer lloc, tot i que amb menys pes, també podrien exercir una certa influència alguns aspectes cíclics, com una desacceleració de l'economia xinesa menys suau de la prevista o, en sentit oposat, una acceleració de l'activitat a les economies avançades.

Jordi Singla Martínez

*Departament d'Economia Internacional, Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, "la Caixa"*





## PUBLICACIONS

Totes les publicacions estan disponibles a internet: [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)  
Correu electrònic: [publicacionsestudis@lacaixa.es](mailto:publicacionsestudis@lacaixa.es)

### DOCUMENTS DE TREBALL

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

**Vulnerabilitat de les economies emergents**  
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Quan es recuperaran els preus de l'habitatge als Estats Units?**  
Jordi Singla, 11/2011

### DOCUMENTS D'ECONOMIA "la Caixa"

**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 despallanquejament 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

### "la Caixa" 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 Coldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

## Consell Assessor

El Consell Assessor orienta l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica en les tasques d'anàlisi de les polítiques econòmiques i socials que puguin ser més eficaces per al progrés de la societat espanyola i europea. Formen part del Consell:

- Pol Antras  
Harvard University
- Philippe Bachetta  
Université de Lausanne
- Ramon Caminal  
Institut d'Anàlisi Econòmica (CSIC)
- Manuel Castells  
Universitat Oberta de Catalunya i University of Southern California
- María Paz Espinosa  
Universidad del País Vasco
- Josefina Gómez Mendoza  
Universidad Autónoma de Madrid
- Marta Reynal-Querol  
Universitat Pompeu Fabra
- Joan Enric Ricart  
IESE Business School
- Xavier Sala-Martín  
Columbia University
- Jaume Ventura  
CREI - Universitat Pompeu Fabra

## GRUP "LA CAIXA": DADES MÉS RELLEVANTS a 31 de desembre de 2013

<i>Activitat financera</i>	MILIONS €
Recursos totals de clients	304.636
Crèdits sobre clients	206.479
Resultat atribuït al Grup	745

### *Activitat comercial i mitjans*

Clients (milions)	13,6
Empleats	33.291
Oficines	5.730
Terminals d'autoservei	9.597

### *Obra Social: pressupost per activitats per al 2014*

	MILIONS €
Socials	335
Ciència i medi ambient	66
Culturals	64
Educatives i investigació	35
<b>TOTAL PRESSUPOST</b>	<b>500</b>

## Publicacions

Totes les publicacions de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica "la Caixa" estan disponibles a internet: [www.lacaixaresearch.com](http://www.lacaixaresearch.com)  
Correu electrònic: [publicacionsestudis@lacaixa.es](mailto:publicacionsestudis@lacaixa.es)



"la Caixa" Research a Twitter



@laCaixaResearch

Connecta't a la nostra pàgina i segueix-nos al Twitter. T'informarem puntualment de les últimes publicacions de la nostra Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica, així com d'altres novetats i innovacions.

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 "la Caixa" no es fa responsable de l'ús que se'n pugui fer. L'Informe Mensual es basa en informació de fonts considerades fiables, però "la Caixa" no en garanteix l'exactitud ni es responsabilitza dels errors o de les omissions que contingui. Les opinions i les previsions són pròpies de l'Àrea d'Estudis i Anàlisi Econòmica i estan subjectes a canvis sense notificació prèvia.

© Fundació Bancaria Caixa d'Estalvis i Pensions de Barcelona, "la Caixa", 2014

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.



ELEMENTAL  
CHLORINE  
**FREE**  
GUARANTEED

