

# IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 399 | MARÇ 2016



## ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

---

### MERCATS FINANCERS

*El BCE pot ampliar fàcilment el programa de compra de deute públic?*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*Institucions a l'Amèrica Llatina: el moment decisiu*

### UNIÓ EUROPEA

*Baixa inflació: petroli i res més?*

### ECONOMIA ESPANYOLA

*La demanda d'habitatges agafa embranzida*

## DOSSIER: PETROLI: PASSAT, PRESENT I FUTUR

---

*La convulsa vida del preu del petroli*

*Perspectives del preu del petroli*

*Estabilitat financera i petroli barat: benedicció o maledicció?*

*L'economia espanyola i el petroli: una relació estreta*

**INFORME MENSUAL****Març 2016****CaixaBank, S.A.**

Planificació Estratègica i Estudis

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

[www.caixabank.com/research](http://www.caixabank.com/research)[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

Subscripció a publicacions impreses:

[publicaciones@caixabankresearch.info](mailto:publicaciones@caixabankresearch.info)

Data de tancament d'aquesta edició:

29 de febrer de 2016

**Jordi Gual**Director Executiu de Planificació  
Estratègica i Estudis**Enric Fernández**

Director d'Estratègia Bancària

**Oriol Aspachs**

Director de Macroeconomia

**Avelino Hernández**

Director de Mercats Financers

**ÍNDEX****1 EDITORIAL****3 RESUM EXECUTIU****4 PREVISIONS****6 MERCATS FINANCERS**9 *El BCE pot ampliar fàcilment el programa de compra de deute públic?*10 *El valor real de la inversió en valor***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *Hong Kong: trencar o no amb el dòlar nord-americà*16 *Institucions a l'Amèrica Llatina: el moment decisiu***18 UNIÓ EUROPEA**21 *Baixa inflació: petroli i res més?*22 *El BCE davant la caiguda del petroli***24 ECONOMIA ESPANYOLA**27 *Com afecta la modalitat de contracte la productivitat?*28 *Els punts de suport de la rendibilitat empresarial*29 *La demanda d'habitatges agafa embranzida***32 DOSSIER: PETROLI: PASSAT, PRESENT I FUTUR**32 *La convulsa vida del preu del petroli*

Departament de Macroeconomia

35 *Perspectives del preu del petroli*

Departament de Macroeconomia

38 *Estabilitat financera i petroli barat: benedicció o maledicció?*

Carlos Martínez Sarnago

41 *L'economia espanyola i el petroli: una relació estreta*

Judith Montoriol Garriga

## Petroli: un recurs escàs barat?

El preu del petroli és una variable clau per a l'economia mundial, i per això és fonamental entendre quins són els seus principals determinants a mitjà termini i la seva evolució tendencial a llarg termini. A aquesta qüestió dediquem el Dossier de *l'Informe Mensual* d'aquest mes. Com succeeix amb altres productes que compleixen, també, una funció d'actiu financer, els economistes renunciem a tractar d'explicar els moviments a molt curt termini. Renúncia que és una mostra d'ignorància, però potser, també, de saviesa.

A mitjà termini, el preu del cru segueix els anomenats supercicles. És a dir, períodes d'alça i de descens amb durades que van, aproximadament, de 10 a 15 anys. En essència, aquests supercicles són el resultat de la diferència entre les respostes a diferents horitzons temporals per part dels agents (productors i consumidors) davant un canvi inicial en el preu. A curt termini, la reacció dels dos agents és moderada (és a dir, oferta i demanda són relativament inelàstiques al preu), però, a mitjà termini, sí es modifiquen en profunditat els comportaments de producció i de consum. Dit d'una altra manera, els preus baixos es poden mantenir durant un temps, però, precisament, aquest fenomen desencadena les forces que provoquen, al cap d'uns anys, augments estructurals de demanda i descensos de l'oferta, que impliquen alces significatives del nivell de preus. En els 45 últims anys, hem viscut dues fases d'augment intensos del preu (1973-1980 i 2002-2011), dues fases de forts descensos (1980-1986 i 2011-2015) i una inusitada fase d'estabilitat en nivells baixos (1986-2002). Aquest últim període palesa el caràcter oligopolístic del mercat internacional del cru, un factor que també en determina, de manera crucial, el funcionament. El supercicle s'atenua si, en la fase de potencial escassetat de producció, el càrtel del petroli perd cohesió i impedeix que, davant la pressió de la demanda, els productors responguin amb limitacions d'oferta.

Des de la perspectiva del supercicle, el Dossier d'aquest mes argumenta que ens trobem, probablement, en el tram final de la caiguda de preus, que ha estat, aproximadament, del 75% des dels màxims del 2011, una xifra similar a la dels anys vuitanta. Si l'OPEP, amb el lideratge de l'Aràbia Saudita, és capaç de restablir un cert grau de disciplina interna, hauríem de registrar nivells de preus més alts en el futur, per recuperar els 60 dòlars al llarg dels tres pròxims exercicis i superar els 70 en cinc exercicis.

Pel que fa a la visió a llarg termini, l'anàlisi econòmica ens indica que hauríem d'observar una tendència a l'augment del preu en termes reals, és a dir, del preu relatiu del petroli en l'economia. Un recurs exhaurible s'hauria d'encarir a mesura que s'esgoten les existències. A la pràctica, com hem dit, el preu real del petroli ha oscil·lat molt al llarg de les últimes dècades, però, curiosament, ha revertit cap a una mitjana que se situa, aproximadament, en 55 dòlars (de poder adquisitiu actual). Quatre dècades ja poden ser qualificades de llarg termini, però les reserves de petroli han estat superiors a les esperades, i, probablement, això explica que la tendència a l'alça del preu hagi estat gairebé inexistent en el passat mig segle.

Mirant cap al futur, és probable que aquesta tendència a l'alça tampoc no s'acabi de manifestar. No perquè les reserves encara per descobrir siguin gegantines o perquè s'esperen grans avanços tecnològics que permetin explotar les fonts de petroli de manera més eficient. El que probablement impedirà aquest augment del preu a llarg termini serà l'impacte ambiental del consum de petroli: si la humanitat desitja complir els objectius de control d'emissions de CO<sub>2</sub>, una part important de les reserves encara no explotades de combustibles fòssils seran, de fet, inservibles. La competència entre fonts d'energia està servida. Això introdueix un fort incentiu perquè els països productors de petroli intentin col·locar a temps les reserves al mercat i renunciïn a pactes monopolístics llargs amb què sortir del pas a curt termini però que puguin girar-se en contra seva a llarg termini.

**Jordi Gual**  
Economista en cap  
29 de febrer de 2016

## CRONOLOGIA

### FEBRER 2016

- 1 S'inicia el procés d'eleccions primàries per triar els candidats a la presidència dels Estats Units. Les eleccions presidencials se celebraran el 8 de novembre del 2016.
- 24 L'Autoritat Bancària Europea publica la metodologia i els escenaris macroeconòmics per dur a terme les proves d'estrès del sistema bancari europeu.

### GENER 2016

- 29 El **Banc del Japó** anuncia l'aplicació d'un **tipus d'interès negatiu** (del 0,1%) a l'excés de reserves que les entitats bancàries mantenen amb la institució per estimular el creixement del crèdit i, en última instància, la inflació.

### DESEMBRE 2015

- 3 El **BCE incrementa el grau acomodatiu de la política monetària**: estén el programa de compra d'actius fins al març del 2017, inclou títols de deute regional i local en el ventall d'actius elegibles en el programa i retalla en 10 p. b. el tipus de la facilitat de dipòsit, fins al -0,30%.
- 16 La **Reserva Federal** dels EUA dona començament al procés de **normalització del tipus d'interès oficial** amb una pujada de 25 p. b., fins al 0,25-0,50%, i manté la política de reinversió dels venciments de deute.
- 20 El resultat de les **eleccions generals espanyoles** ofereix un arc parlamentari més fragmentat.

### NOVEMBRE 2015

- 23 La Comissió Europea insta el Govern espanyol a presentar una **actualització dels pressupostos per al 2016** en què, seguint els acords pactats, s'adoptin mesures per reduir el dèficit públic.
- 30 L'**FMI anuncia la inclusió del iuan xinès** en la cistella de divises que componen els drets especials de gir (SDR, per les sigles en anglès), juntament amb el dòlar nord-americà, l'euro, el ien japonès i la lliura esterlina. L'aprovació del iuan com a divisa de reserva serà efectiva a partir de l'octubre del 2016 i marca una fita important en la internacionalització de la moneda xinesa.

### OCTUBRE 2015

- 2 L'**agència creditícia S&P** apuja el **rating d'Espanya** fins a BBB+ des de BBB i manté la perspectiva estable.
- 5 Se signa l'**acord de lliure comerç entre els EUA i diversos països del Pacífic**, entre els quals hi ha el Japó, Mèxic, Austràlia i Canadà.
- 29 El Partit Comunista de la Xina anuncia la **finalització de la política del fill únic** i autoritza dos fills per parella amb la finalitat de combatre l'envelliment de la població.

## AGENDA

### MARÇ 2016

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
- 8 Índex de producció industrial (gener).
- 10 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
- 15 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
- 17 Consell Europeu.
- 18 Enquesta trimestral de cost laboral (4T).  
Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (gener).
- 21 Comerç exterior (gener).
- 29 Execució pressupostària de l'Estat (desembre, gener i febrer).
- 30 Índex de sentiment econòmic zona de l'euro (març).
- 31 Avanç IPC (març).  
Balança de pagaments (gener).  
Posició d'inversió internacional neta (4T).  
Taxa d'estalvi de les llars (4T).  
Saldo de les administracions públiques (2015).

### ABRIL 2016

- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
- 7 Índex de producció industrial (febrer).
- 15 Comptes financers (4T).
- 18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
- 21 Consell de Govern del Banc Central Europeu.  
Comerç exterior (febrer).
- 26 Comitè de Mercat Obert de la Fed.  
Execució pressupostària de l'Estat (març).
- 28 Enquesta de població activa (1T).  
Avanç IPC (abril).  
Índex de sentiment econòmic zona de l'euro (abril).  
Avanç PIB dels EUA (1T).
- 29 Avanç PIB (1T).  
Balança de pagaments (febrer).

## Vents financers de cara en l'economia global

**El sentiment dels mercats financers millora.** Després d'una arrencada d'any turbulenta als mercats financers, en les últimes setmanes, els ànims s'han temperat. L'anunci de diverses mesures monetàries de caràcter expansiu a la Xina i les primeres temptatives dels grans productors de petroli d'aproximar posicions sobre una hipotètica reducció de l'oferta han contribuït a millorar el sentiment inversor. Malgrat aquesta contenció del deteriorament financer, la intensitat i la durada de l'episodi s'han començat a traslladar a l'esfera de l'economia real, com ho comença a reflectir el deteriorament dels indicadors de sentiment econòmic. Si a això hi afegim el fet que, en moltes economies avançades i emergents, el final del 2015 va ser una mica més feble del que s'havia previst, cal esperar que, el 2016, el creixement mundial sigui una mica menys expansiu del que es considerava un temps enrere.

**Un ajust de perspectives moderat.** En particular, a conseqüència de la revisió a la baixa del creixement per a enguany als EUA, al Japó, a la zona de l'euro i a certs emergents (com Mèxic o Indonèsia) i de la intensificació prevista de la recessió al Brasil, esperem que el creixement mundial se situï en el 3,4% el 2016, en relació amb el 3,5% considerat anteriorment. Es tracta, per tant, d'un ajust moderat que continua implicant que l'economia mundial accelerarà el ritme en relació amb el 2015. En aquest escenari, el 2016, el grup d'emergents creixerà el 4,4% i el d'avançats, l'1,9%. El 2017, l'expansió mundial es revifarà, gràcies al millor to dels emergents i, amb menys intensitat, dels avançats. Malgrat que el creixement mundial serà menor del que s'esperava, la probabilitat d'un escenari en què cristal·litzin els elevats riscos a la baixa encara persistents (inclosos una hipotètica intensificació de la incertesa financera, les dificultats per assegurar l'aterratge suau de l'economia xinesa o els deterioraments addicionals de la situació d'emergents fràgils com el Brasil, Rússia, Sud-àfrica o Turquia) no canvia en relació amb el que consideràvem el mes passat.

**L'expansió dels EUA i de la zona de l'euro s'ajorna una mica.** El creixement en el 4T 2015 va ser idèntic als EUA i a la zona de l'euro (el 0,3% intertrimestral). Les dues economies comparteixen, també, una arrencada d'any menys expansiva del que s'havia previst, i també és semblant el patró de creixement que esperem per al conjunt d'enguany, en ajornar-se l'expansió a la segona meitat. No obstant això, aquí acaben les similituds. Els EUA transiten per fases més madures del cicle econòmic que la zona de l'euro, com ho palesen la durada de l'expansió, la solidesa del mercat

laboral o una inflació més elevada. Les seves respectives polítiques monetàries tampoc no són equivalents. Malgrat que la Reserva Federal esperi, probablement, una mica més del previst a prosseguir el procés de normalització monetària, es tracta, simplement, d'un ajornament. En canvi, en resposta a l'empitjorament de les expectatives d'inflació i sent sensible a l'augment de la incertesa financera i econòmica, el BCE ha obert la porta a relaxar encara més la política monetària al març.

**Espanya continua circulant per la via ràpida.** En aquest context d'un cert empitjorament internacional, l'economia espanyola exhibeix unes perspectives diferencialment positives. Quan la zona de l'euro creixia el 0,3% intertrimestral en el 4T, Espanya registrava un avanç sensiblement superior, del 0,8%. Mentre que es demora la recuperació als països de la moneda única, aquí es manté sense canvis el creixement previst per al 2016. Aquest contrast deriva d'una combinació de factors globals que beneficien, en especial, el nostre país (en particular, l'abaratiment del petroli, que va permetre un estalvi en la factura energètica equivalent a l'1,3% del PIB el 2015), però també de l'evolució d'aspectes de caràcter intern. Així, per exemple, el bon to del mercat laboral i l'absència de pressions inflacionistes continuen donant suport al consum. La recuperació del sector immobiliari, que es reflecteix en l'evolució de les transaccions i dels preus, apunta a l'evolució de la inversió en construcció, que es beneficia, com succeeix, també, amb la inversió en equipament, de la clara recuperació del flux de nou crèdit cap a l'economia. Per descomptat, moltes d'aquestes dinàmiques són el resultat dels intensos processos d'ajust i de reforma dels últims anys (guanys de competitivitat, despallanquejament de les famílies i de les empreses, sanejament bancari, etc.). Si l'entorn de l'economia espanyola acaba prenent un camí més costerut del que ara esperem, la necessitat de mantenir les ambicions reformistes s'intensificarà. Però, fins i tot si aquest episodi de menor creixement mundial acaba sent temporal, mantenir una via de creixement sostenible elevat exigirà perseverar en l'agenda de la modernització i de la regeneració econòmiques.



## PREVISIONS

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

### Economia internacional

	2014	2015	2016	2017	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016
<b>CREIXEMENT DEL PIB</b>										
<b>Mundial</b>	3,4	3,1	3,4	3,7	3,1	2,9	3,3	3,3	3,4	3,5
<b>Països desenvolupats</b>	1,8	1,9	1,9	2,0	1,9	1,7	1,8	1,7	1,8	2,1
Estats Units	2,4	2,4	2,1	2,2	2,1	1,9	2,2	1,9	2,0	2,4
Zona de l'euro	0,9	1,5	1,6	1,7	1,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,9
Alemanya	1,6	1,4	1,6	1,7	1,7	1,3	1,4	1,4	1,6	1,9
França	0,2	1,1	1,3	1,4	1,1	1,3	0,9	1,3	1,4	1,6
Itàlia	-0,4	0,6	1,1	1,2	0,8	1,0	0,9	0,9	1,1	1,3
Espanya	1,4	3,2	2,8	2,1	3,4	3,5	3,3	2,9	2,7	2,4
Japó	-0,1	0,5	0,9	0,7	1,6	0,7	0,2	1,0	0,8	1,5
Regne Unit	2,9	2,2	2,1	2,1	2,1	1,9	2,1	2,0	2,2	2,2
<b>Països emergents</b>	4,6	4,0	4,4	4,9	4,0	3,9	4,3	4,4	4,4	4,5
Xina	7,3	6,9	6,5	6,3	6,9	6,8	7,0	6,6	6,3	6,2
Índia <sup>1</sup>	7,2	7,4	7,4	7,6	7,7	7,3	7,2	7,4	7,4	7,4
Indonèsia	5,0	4,8	5,4	5,8	4,7	5,0	5,2	5,4	5,4	5,4
Brasil	0,1	-3,6	-2,8	1,3	-4,5	-5,1	-4,5	-3,0	-2,4	-1,3
Mèxic	2,2	2,5	2,7	3,2	2,8	2,5	2,4	2,5	2,7	3,2
Xile	1,9	2,1	2,6	3,5	2,2	1,8	2,1	2,6	2,6	3,0
Rússia	0,6	-3,7	-0,8	1,5	-4,1	-3,8	-2,2	-0,7	-0,4	0,0
Turquia	3,0	3,2	2,9	3,4	4,0	2,7	1,7	2,6	3,5	3,7
Polònia	3,3	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,5	3,5	3,6	3,5
Sud-àfrica	1,6	1,3	0,9	1,8	1,1	0,5	0,7	0,8	0,9	1,1
<b>INFLACIÓ</b>										
<b>Mundial</b>	3,5	3,2	3,5	3,7	3,2	3,3	3,4	3,5	3,5	3,7
<b>Països desenvolupats</b>	1,4	0,3	1,2	2,0	0,2	0,4	0,9	0,9	1,3	1,7
Estats Units	1,6	0,1	1,5	2,1	0,1	0,5	1,3	1,2	1,5	1,8
Zona de l'euro	0,4	0,0	0,9	1,8	0,1	0,2	0,3	0,5	1,1	1,7
Alemanya	0,8	0,1	1,0	2,0	0,0	0,2	0,4	0,6	1,2	1,8
França	0,6	0,1	0,9	1,9	0,1	0,1	0,2	0,5	1,1	1,6
Itàlia	0,2	0,1	0,8	1,7	0,3	0,2	0,3	0,4	1,0	1,5
Espanya	-0,2	-0,5	0,1	2,2	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	1,3
Japó	2,7	0,8	0,9	2,0	0,2	0,3	0,4	0,3	1,0	1,7
Regne Unit	1,5	0,0	1,2	2,0	0,0	0,1	0,5	0,9	1,5	2,0
<b>Països emergents</b>	5,1	5,4	5,7	6,0	5,4	5,4	5,8	5,8	5,6	5,7
Xina	2,0	1,4	2,2	2,6	1,7	1,5	1,6	2,4	2,3	2,7
Índia	6,6	4,9	5,3	5,3	3,9	5,3	6,0	5,8	4,8	4,7
Indonèsia	6,4	6,4	5,0	5,2	7,1	4,8	4,7	5,1	4,6	5,4
Brasil	6,3	9,0	7,3	5,6	9,5	10,4	9,0	7,5	6,8	6,0
Mèxic	4,0	2,7	3,2	3,2	2,6	2,3	2,8	3,0	3,3	3,5
Xile	4,4	4,3	3,7	3,2	4,8	4,1	4,5	4,0	3,5	2,9
Rússia	7,8	15,5	7,7	5,7	15,7	14,5	9,3	8,0	7,0	6,5
Turquia	8,9	7,7	7,5	6,3	7,3	8,2	8,8	7,1	7,0	7,0
Polònia	0,2	-0,9	1,7	2,5	-0,8	-0,8	1,4	1,5	1,7	2,3
Sud-àfrica	6,1	4,6	4,7	5,0	4,7	4,9	5,6	4,3	4,0	4,9

Nota: 1. Dades anuals representen any fiscal.

Previsions

## Economia espanyola

	2014	2015	2016	2017	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016
<b>Agregats macroeconòmics</b>										
Consum de les llars	1,2	3,1	2,9	2,1	3,6	3,5	3,5	3,2	2,6	2,4
Consum de les AP	0,0	2,7	0,4	-0,7	3,0	3,7	1,3	0,8	-0,2	-0,5
Formació bruta de capital fix	3,5	6,4	4,6	3,7	6,7	6,4	5,9	4,4	4,2	4,0
Béns d'equipament	10,7	10,1	6,5	3,6	11,2	10,9	9,8	6,9	5,2	4,2
Construcció	-0,1	5,3	3,7	3,8	5,2	4,6	4,2	3,1	3,5	3,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,6	3,7	2,6	1,8	4,1	4,1	3,3	2,9	2,1	2,1
Exportació de béns i serveis	5,1	5,4	5,6	4,9	4,5	5,3	5,7	5,7	5,4	5,7
Importació de béns i serveis	6,4	7,5	5,4	4,4	7,2	7,7	6,4	6,1	4,1	5,0
<b>Producte interior brut</b>	<b>1,4</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>
<b>Altres variables</b>										
Ocupació	1,1	3,0	2,5	2,0	3,1	3,0	2,8	2,4	2,3	2,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	24,4	22,1	19,9	18,5	21,2	20,9	21,2	20,0	19,2	19,3
Índex de preus de consum	-0,2	-0,5	0,1	2,2	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6	0,3	1,3
Costos laborals unitaris	-0,8	0,3	0,6	1,1	-0,2	0,4	-0,7	1,0	0,7	1,4
Saldo op. corrents (acum., % PIB) <sup>1</sup>	1,0	1,5	1,7	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) <sup>1</sup>	1,4	2,1	2,3	2,1	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
Saldo públic (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-5,8	-5,1	-3,9	-2,1						

## Mercats financers

<b>TIPUS D'INTERÈS</b>										
<b>Dòlar</b>										
Fed funds	0,25	0,26	0,58	1,25	0,25	0,29	0,50	0,50	0,58	0,75
Líbor 3 mesos	0,23	0,32	0,79	1,54	0,31	0,41	0,62	0,73	0,85	0,96
Líbor 12 mesos	0,56	0,79	1,23	1,89	0,83	0,95	1,13	1,20	1,26	1,33
Deute públic a 2 anys	0,44	0,67	0,98	1,77	0,67	0,83	0,84	0,87	1,00	1,22
Deute públic a 10 anys	2,53	2,13	2,05	2,77	2,21	2,19	1,92	1,93	2,07	2,27
<b>Euro</b>										
Refi BCE	0,16	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Euríbor 3 mesos	0,21	-0,02	-0,12	0,06	-0,03	-0,09	-0,16	-0,15	-0,13	-0,06
Euríbor 12 mesos	0,48	0,17	0,05	0,35	0,16	0,09	0,02	0,02	0,05	0,13
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	0,05	-0,24	-0,36	0,17	-0,24	-0,32	-0,43	-0,40	-0,37	-0,25
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	1,23	0,53	0,49	1,62	0,69	0,57	0,36	0,35	0,44	0,80
<b>TIPUS DE CANVI</b>										
\$/€	1,33	1,11	1,08	1,09	1,11	1,09	1,10	1,10	1,07	1,06
¥/€	140,42	134,35	131,80	130,48	135,89	132,94	131,71	133,95	131,02	130,50
£/€	0,81	0,73	0,76	0,74	0,72	0,72	0,76	0,76	0,76	0,75
<b>PETROLI</b>										
Brent (\$/barril)	99,45	53,61	42,64	65,62	51,10	44,70	33,36	39,50	45,50	52,20
Brent (€/barril)	74,54	48,30	39,50	60,16	46,00	40,82	30,29	35,83	42,67	49,19

Nota: 1. Acumulat de quatre trimestres.

Previsions

## CONJUNTURA · Claror al final del túnel?

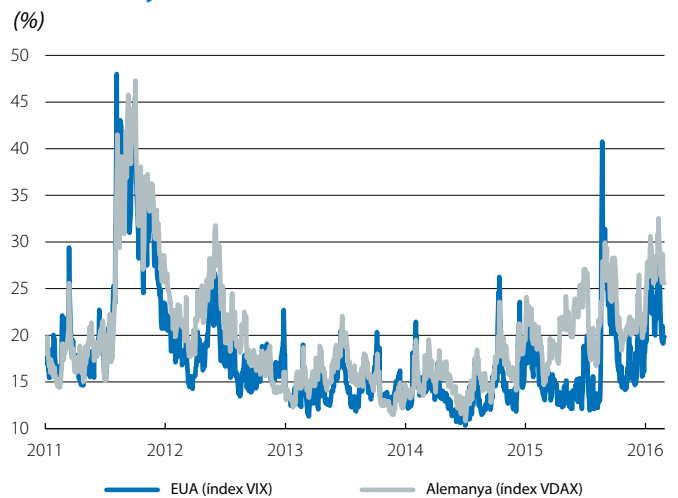
**Millora el sentiment a les borses internacionals després de la prolongació del sell-off de l'inici de l'any.** El sentiment de mercat va tornar a empitjorar al començament de febrer amb noves caigudes del preu del petroli i amb la continuació de les sortides de capital de la Xina. A mesura que avançava el mes, alguns indicadors de desacceleració econòmica als EUA i els possibles efectes d'una política monetària encara més laxa sobre els bancs de la zona de l'euro van acaparar l'atenció dels inversors. No obstant això, els mercats van aconseguir iniciar un canvi de tendència després de l'acord de l'OPEP per congelar la producció de cru i de l'anunci de diverses mesures per part de les autoritats monetàries xineses. Al seu torn, els últims indicadors macro i les actes dels bancs centrals van contribuir a frenar l'excés borsari. En qualsevol cas, la notable volatilitat continuarà present fins que no es resolguin els dubtes en aquests quatre fronts: les perspectives de creixement de la Xina, el preu del petroli, l'economia nord-americana i el sector financer europeu.

**Es redueix l'impacte als mercats de l'alentiment de la Xina.** La incertesa que genera la transició del gegant asiàtic cap a una economia amb més pes del sector serveis, unida a les devaluacions del iuan, va donar continuïtat a les sortides de capitals al febrer. No obstant això, les declaracions del governador del banc central de la Xina, en què argumentava que les pressions sobre el renminbi no obeïen a raons de fonament i que la sortida de capitals serà temporal, van contribuir a calmar els inversors. El banc central va anunciar, també, noves injeccions de liquiditat per estimular l'economia i una reducció de les restriccions a la inversió estrangera als mercats nacionals de renda fixa i variable per contrarestar les pressions sobre la moneda xinesa.

**El petroli es recupera dels nivells mínims i s'uneix a altres primeres matèries, la qual cosa dona suport al rebot a les borses.** La persistència d'uns preus baixos del petroli ha acabat passant una costosa factura econòmica i fiscal als països productors i exportadors. L'Aràbia Saudita manifestava, poc abans d'anunciar una reunió de l'OPEP, que els seus comptes públics se'n ressentien de forma considerable. L'acord per congelar la producció de cru va fer repuntar el preu del barril Brent el 13% en la segona meitat del mes. Tot i que les declaracions recents del ministre iranià d'Energia van tornar a generar un cert pessimisme entre els inversors, la possibilitat de l'acord i l'ajust de l'oferta a conseqüència de la frenada de les inversions al sector col·loquen les bases per esperar pujades més sostingudes. Altres primeres matèries de rellevància, com el coure, el mineral de ferro i el zinc, van contribuir, també, al to constructiu de les borses durant la segona meitat del mes.

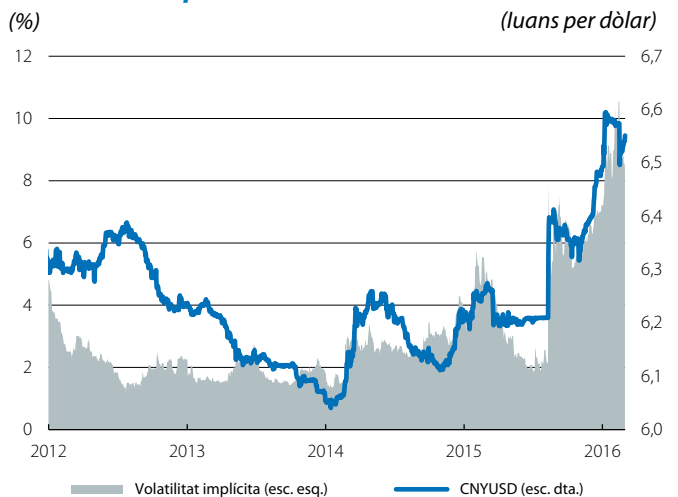
**Augmenta la percepció de risc de desacceleració a l'economia nord-americana,** que perd inèrcia alhora que cauen els

### Volatilitat implícita de la borsa dels EUA i d'Alemanya



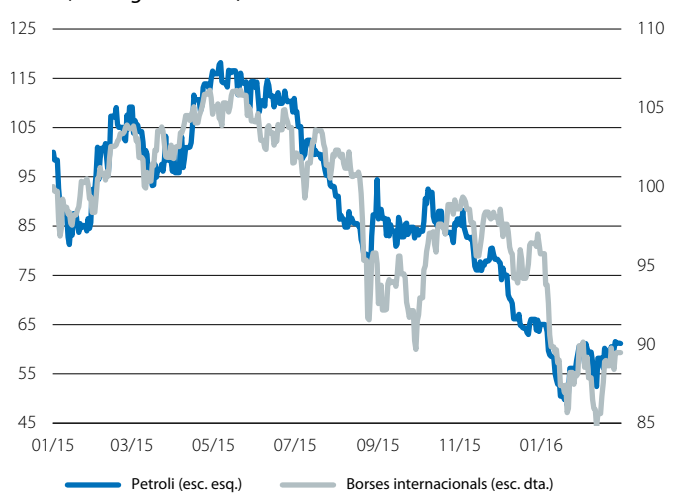
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

### Cotització del iuan enfront del dòlar i volatilitat implícita



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

### Borsa mundial i preu del petroli Brent



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



beneficis empresarials. L'última campanya de resultats va acabar de crispar els nervis després de caure el 7% el benefici per acció (BPA). El sector energètic ha estat, una vegada més, el principal causant d'aquesta tendència, que guanya solidesa després de diversos trimestres de resultats amb la mateixa tònica. Però, un cop exclòs aquest sector, tampoc no s'observa creixement en el BPA, i les vendes van caure el 4%. En qualsevol cas, els principals analistes han revisat a la baixa les perspectives de beneficis per al 2016. Aquesta evolució s'uneix a diversos indicadors que han afectat negativament el sentiment inversor: la producció industrial ha caigut en 10 dels 12 últims mesos, les primes de risc corporatives van en augment, les condicions de préstec majorista són lleugerament més estrictes i la corba de tipus és la més plana des del 2007, però amb els tipus prop de zero. En conjunt, la probabilitat de recessió ha augmentat, tot i que continua sent reduïda, i sembla que els fonaments de l'economia nord-americana (en especial, el mercat laboral i el de l'habitatge) resisteixen bé els xocs externs.

**La banca europea suporta un càstig excessiu.** Els índexs Eurostoxx Banks i Stoxx 600 Banks han perdut el 22% des de l'inici de l'any, el doble que els índexs de mercat Eurostoxx 50 i Stoxx 600. Els beneficis de dos terços de les entitats bancàries de la zona de l'euro van sorprendre a la baixa, la qual cosa ha tornat a situar la rendibilitat del sector en el punt de mira dels inversors en un entorn de tipus d'interès molt baixos i de corbes inusualment planes. Al febrer, el focus d'atenció es va situar, també, sobre els cocos (bons contingents convertibles a capital), a causa del risc de no poder cobrar els cupons sobre aquests bons en una situació ajustada de solvència o de les pèrdues que implicaria un escenari en què la conversió a capital s'hagués de fer efectiva. Aquests dubtes contrasten amb els indicadors macroeconòmics de la zona de l'euro, raonablement sòlids. De fet, els resultats empresarials van presentar un creixement del 3% en el BPA i del 4% en ingressos (un cop exclòs, en els dos casos, el sector energètic).

**La Reserva Federal (Fed) es torna a replegar davant l'incert entorn global.** Les actes de la reunió del gener de la Fed, d'acord amb els comentaris recents d'alguns membres del consell, subratllen la continuació de la millora del mercat laboral i la dinàmica general positiva del conjunt de l'economia. Es va adoptar, però, un to de vigilància en esmentar els riscos a la baixa provinents d'uns indicadors financers una mica més restrictius (per l'augment dels *spreads* del deute corporatiu i per uns tipus d'interès més alts en els préstecs a majoristes) i l'afebliment de les perspectives de creixement global. Ara com ara, la Fed no considera aquests riscos prou greus per modificar la previsió del creixement dels EUA a mitjà termini. No obstant això, per al mercat, són raons suficients per preveure, com a màxim, una pujada del tipus d'interès oficial enguany.

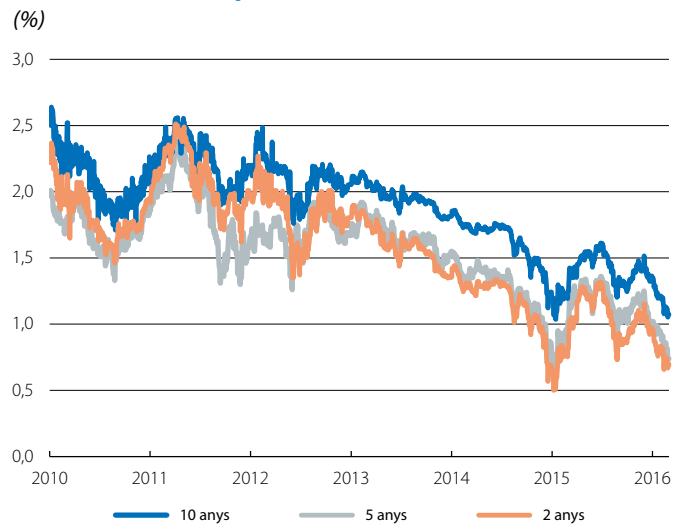
**Per la seva banda, el BCE alimenta l'expectativa de noves mesures al març.** Els mateixos riscos globals que amenacen la normalització monetària als EUA (incertesa sobre el creixement global, pressió a la baixa sobre la inflació per l'evolució del

**EUA: expectatives d'inflació a 10 anys \***



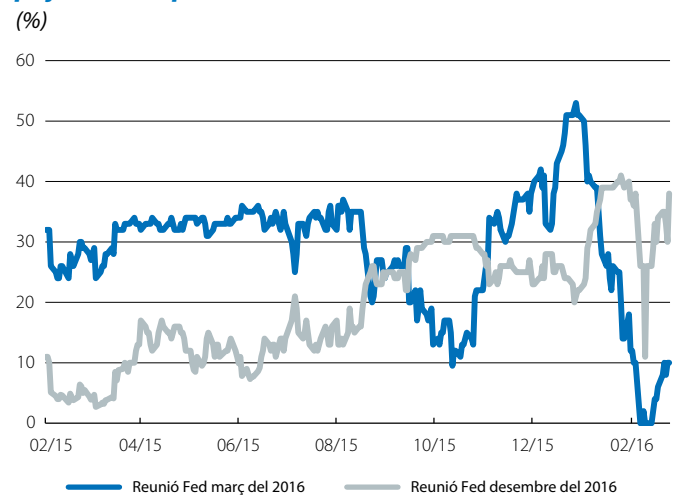
*Nota: \* Implicita en la cotització del bo sobirà nord-americà indexat a la inflació.*  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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



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

**EUA: probabilitat associada a la segona pujada del tipus d'interès oficial**



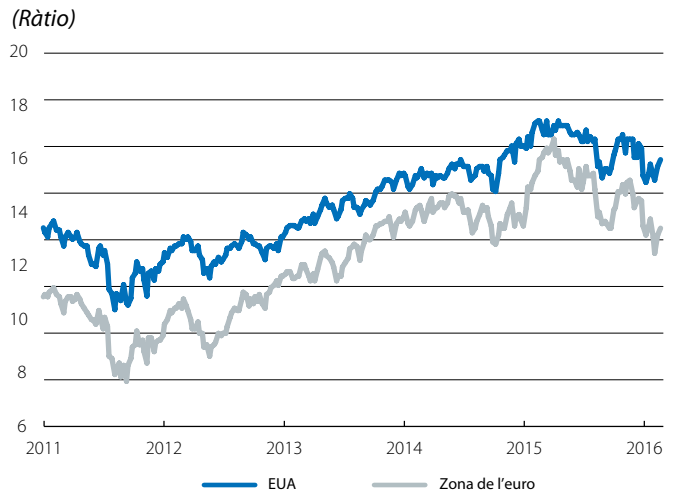
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

petroli i fragilitat de l'entorn financer) també han empès el BCE a suggerir noves accions de política acomodaticia al març. El consell de govern del BCE ha volgut transmetre que està disposat a continuar actuant amb tots els recursos, però els mercats es mantenen escèptics sobre l'efectivitat de la política monetària. Els inversors ponderen el risc que als bancs centrals no els quedi gaire marge de maniobra si es materialitzen xocs adversos i que s'esgoti l'espectre d'actius elegibles per implementar les mesures (vegeu el Focus «El BCE pot ampliar fàcilment el programa de compra de deute públic?», en aquest mateix *Informe Mensual*). Actualment, es descompta una retallada addicional de 10 p. b. en la facilitat de dipòsit al març, així com una ampliació del programa de compres d'actius.

**Les borses emergents aguanten l'investida, mentre predomina la recerca d'actius segurs.** L'índex MSCI Emerging Markets ha reculat el 6% des de l'inici de l'any, un comportament similar al de l'S&P 500. La depreciació del dòlar en relació amb una sèrie de divises emergents els ha ajudat a tramejar el temporal, però es manté el risc pel seu creixent deute corporatiu, intensificat per l'enduriment recent de les condicions creditícies i per l'augment dels préstecs fallits. En aquest context d'incertesa i de volatilitat, l'or consolida de nou el seu paper d'actiu refugi després de revalorar-se més del 16% el 2016. Un comportament similar presenten els bons sobirans nord-americà i alemany, la TIR a 10 anys dels quals ha baixat al febrer 20 p. b. i 23 p. b. més, fins a situar-se en l'1,74% i en el 0,12%, respectivament. La renda variable nord-americana i europea ha experimentat certs fluxos de sortida, sobretot per part d'inversors minoristes. No obstant això, molts dels fons d'inversió estratègics s'han posicionat a l'espera d'un rebot amb un augment de l'exposició a la renda variable.

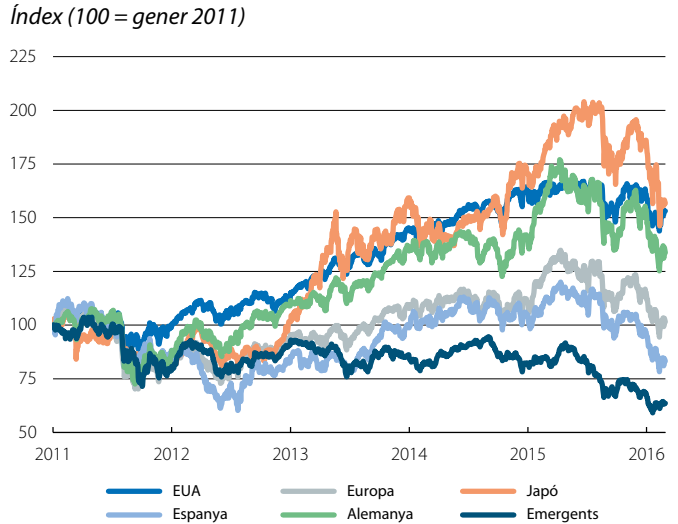
**Els riscos a la baixa per als mercats continuen sent moderats.** Tot i que l'eix petroli-Xina es mantindrà com el principal motor dels mercats a curt termini, continuarem observant pel retrovisor la possibilitat de desacceleració als EUA, l'efectivitat de la política monetària i el referèndum sobre la possible sortida del Regne Unit de la Unió Europea (*brexít*). Els sectors associats al cru han continuat llastant les borses, i el risc de crèdit al sector energètic ha augmentat de forma notable arran de les primeres fallides de petites empreses als EUA. No obstant això, ara com ara, no és probable que aquest risc es torni sistèmic. Goldman Sachs xifra les exposicions dels bancs a préstecs relacionats amb el sector energètic en el 2,5% dels actius, mentre que l'exposició a les hipoteques el 2007 era del 33% (vegeu l'article «Estabilitat financera i petroli barat: benedicció o maledicció?», en el Dossier d'aquest mateix *Informe Mensual*). En l'àmbit de les divises, l'actual debat sobre el brexít va depreciar la lliura esterlina al voltant del 6% en relació amb el dòlar i amb l'euro.

**Borses internacionals: ràtios preu/beneficis (PER) \***



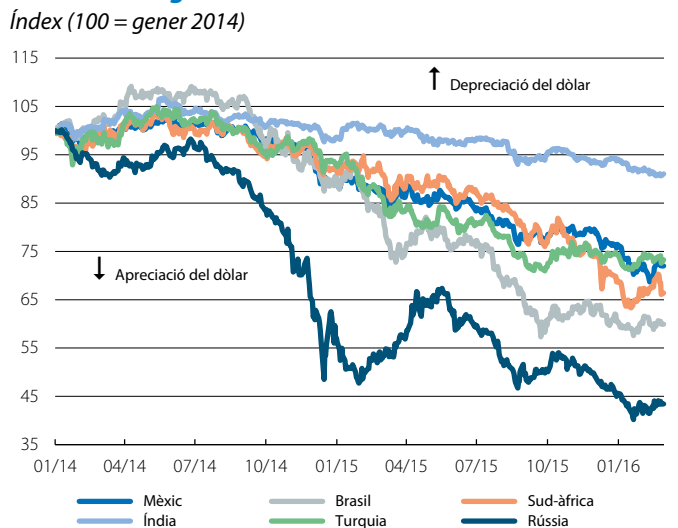
**Nota:** \* Ràtios PER calculades a partir dels beneficis esperats pel consens d'analistes a 12 mesos vista.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Principals borses internacionals**



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

**Divises emergents enfront del dòlar**



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

## FOCUS · El BCE pot ampliar fàcilment el programa de compra de deute públic?

El 21 de gener, gairebé un any després d'anunciar el llançament del programa de compra de deute públic (QE), el BCE va deixar entreveure la possibilitat d'implementar més estímuls per complir l'objectiu d'inflació. No obstant això, la perspectiva d'una versió ampliada del QE desperta dubtes sobre la capacitat de la institució d'adquirir un volum de deute superior al previst en l'actualitat.

Inicialment, el programa preveia compres de deute públic nacional i d'entitats supranacionals (com el Banc Europeu d'Inversions) per valor de 50.000 milions d'euros al mes entre el març del 2015 i, com a mínim, el setembre del 2016 (d'aquests 50.000 milions, 44.000 corresponen a deute públic nacional). Aquest programa de compra de deute públic va complementar el de compra de titulitzacions i de cèdules bancàries vigent des del setembre del 2014 (l'import del qual representa al voltant de 10.000 milions d'euros al mes). Al desembre de l'any passat, es va anunciar que les compres s'allargarien, com a mínim, fins al març del 2017 i que es complementarien amb la reinversió dels bons que anessin venent. Com el deute que adquireix el BCE té uns venciments mínims de dos anys, aquestes operacions de reinversió no començaran a fer-se efectives fins al març del 2017 (quan tindran lloc els primers venciments).

Durant el 2015, en resposta a una preocupació incipient per una possible escassetat de bons elegibles per al QE, el BCE va dur a terme diversos ajustos. Al juliol, va ampliar la llista d'agències nacionals amb bons elegibles. Al setembre, va incrementar del 25% al 33% el límit de bons que pot adquirir d'una sola referència (sempre que la seva posició no sigui capaç de bloquejar un procés de reestructuració del deute). I, al desembre, va incloure deute regional i local al programa. A més a més, la decisió de retallar la remuneració de la facilitat de dipòsit del -0,20% al -0,30% va comportar, també, una ampliació del volum de deute elegible, ja que va afegir els bons amb un rendiment situat dins d'aquest interval (malgrat que aquest efecte va ser limitat per la disminució de rendibilitats provocada per aquesta retallada de tipus).

Amb aquests canvis, el BCE podrà implementar el QE en els termes actuals fins al març del 2017, aproximadament, moment en què començarien a ser efectives algunes de les restriccions del programa. En concret, s'estima que, llavors, començaria a no haver-hi prou deute alemany elegible per cobrir les compres previstes. Aquestes restriccions començarien a ser efectives abans del final d'enguany si el BCE decidís augmentar el volum de compres del QE en, per exemple, 20.000 milions d'euros a partir del març del 2016.<sup>1</sup>

Més enllà de la qüestió de la quantitat de bons elegibles en circulació, les condicions actuals del mercat i la reticència d'alguns inversors a vendre aquest tipus d'actius també poden dificultar una ampliació significativa del QE. Per exemple, el volum de compres de deute alemany, francès o espanyol contemplat pel QE supera ja les emissions netes de deute previstes en els pròxims trimestres (vegeu la taula). Això implica que altres inversors hauran de reduir les posicions en aquests actius per vendre'ls al BCE. No obstant això, algunes institucions, com les asseguradores, tenen incentius limitats per fer-ho, principalment per motius reguladors o de liquiditat. A més a més, altres inversors també poden ser reticents a desprendre's de deute públic si el context d'aversió al risc s'allarga. D'altra banda, tampoc no sembla que el mercat de titulitzacions i de cèdules hipotecàries sigui prou profund per dur a terme una ampliació significativa del ritme de compra.

En definitiva, ateses les condicions actuals del QE, sembla que el BCE no disposa d'un ampli marge de maniobra. Així, doncs, la seva expansió requeriria ajustar algunes regles del programa per incloure, per exemple, deute corporatiu o bancari o per poder adquirir deute d'acord amb l'estoc existent a cada país (i no, com està establert actualment, en proporció a la clau de capital de cada país membre al BCE). Es tractaria de mesures políticament sensibles i, per tant, no serien senzilles d'adoptar. I més quan no existeix una gran unanimitat sobre la necessitat d'ampliar el QE, atesos els rendiments decreixents de les polítiques quantitatives i els seus possibles efectes adversos.

### Emissions de deute elegible i compres previstes del BCE el 2016

(Milers de milions d'euros)

	Emissions brutes de deute	Emissions netes de deute	Compres previstes pel BCE
Alemanya	159	-9	109
França	187	43	92
Itàlia	270	106	88
Espanya	140	50	62
Països Baixos	48	3	25
Bèlgica	33	2	18
Àustria	17	1	14
Portugal	13	7	13
Finlàndia	12	7	9
Irlanda	14	9	8

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

1. Vegeu Claeyns, G. i Leandro, A. (2015), «The European Central Bank's quantitative easing programme: limits and risks», Policy Contribution 2016/02.

## FOCUS · El valor real de la inversió en valor

Maig del 1984, Escola de Negocis de la Universitat de Columbia, Nova York. El públic omple de gom a gom la sala de conferències on Warren Buffett defensa un estil d'inversió anomenat «inversió en valor» (*value investing*). Explica l'experiència d'un grup de gestors de carteres que, seguint aquesta estratègia, han obtingut unes rendibilitats a llarg termini molt superiors a les de la mitjana del mercat. Funciona realment aquest estil d'inversió? I, si així és, per què no l'apliquen la majoria d'inversors?

Tot i que Buffett està considerat el gran exponent del *value investing*, aquesta escola té les arrels en la teoria que Ben Graham i Dave Dodd van exposar, als anys trenta, en l'influent llibre *Security Analysis*. El principi bàsic de la inversió en valor és senzill: comprar actius que cotitzen molt per sota del seu valor intrínsec. Aquesta bretxa de valoració proporciona l'anomenat «marge de seguretat» (*margin of safety*), que ofereix un ampli recorregut a l'alça en el preu de l'acció i alhora limita les possibilitats de pèrdues si el preu cau. Aquesta concepció contrasta amb la relació habitual entre risc i rendibilitat, que postula que una rendibilitat esperada més elevada s'ha d'associar, necessàriament, a un risc més alt.

La clau d'aquesta estratègia és saber aproximar de forma relativament precisa el valor intrínsec d'una acció. En principi, això involucraria estimacions precises del flux futur de beneficis d'una empresa i el càlcul del seu valor present. No obstant això, l'evidència empírica constata que una sèrie de criteris ajuda a identificar empreses de «valor»: per exemple, que cotitzin a ràtios *price-to-book* (cotització sobre valor comptable) o *price-to-earnings* (preu sobre els beneficis per acció) relativament baixes, que estiguin poc endeutades (per exemple, amb un deute inferior al 50% del total d'actius) i que comptin amb un bon model de negoci (no excessivament complex) i amb directius de qualitat. L'anàlisi també es pot complementar amb una perspectiva sectorial per poder localitzar factors (regulació, nous competidors, perspectives de demanda, etc.) que puguin condicionar l'evolució de l'acció i que expliquin unes valoracions que, a primera vista, poden semblar injustificadament pobres. Sense oblidar que pot haver-hi valors que es trobin en l'anomenat «parany de valor» (*value trap*), per als quals mai no es materialitzi un suposat potencial alcista.

A més de capacitat analítica, aquesta estratègia d'inversió requereix un altre ingredient: paciència. L'aposta de fons és que els actius adquirits materialitzaran, amb el temps, el seu potencial alcista i aproparan la cotització al valor fonamental. No obstant això, l'experiència indica que, en molts casos, l'horitzó mínim en què el *value investing* comença a reportar millors resultats que el mercat o que altres mètodes d'inversió és de 10-15 anys. Un període de

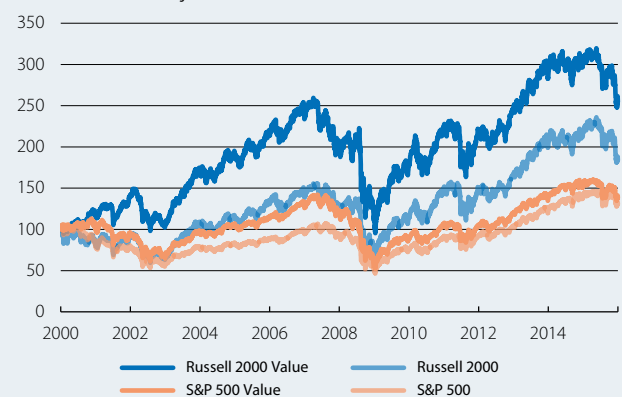
temps considerable en un món en què els resultats dels gestors s'avaluen a molt més curt termini, la qual cosa els força a seguir estratègies que no els allunyin gaire del comportament del mercat.

La superioritat del *value investing* a llarg termini contradiu l'anomenada «hipòtesi dels mercats eficients». Segons aquesta hipòtesi, en un mercat prou líquid, el preu d'una acció reflectirà en tot moment la millor estimació possible sobre el seu valor fonamental o intrínsec. Així, un actiu només podrà oferir una rendibilitat esperada més elevada si també té un risc més alt (una major volatilitat associada a aquesta rendibilitat). A la pràctica, però, les companyies identificades com *value*, d'acord amb una sèrie de criteris relativament senzills, de l'índex Russell 2000 (índex de referència per a empreses de dimensió petita i mitjana) han ofert retorns ajustats per risc notablement superiors als del conjunt de l'índex i també al de l'S&P 500. L'explicació més plausible d'aquesta ineficiència de mercat és que existeix menys informació sobre aquest tipus d'empreses, la qual cosa requereix un major esforç de recopilació i d'anàlisi. En tractar-se, per tant, de companyies menys seguides pels analistes, és més probable que es puguin donar errors en la cotització que generin un ampli marge de revaloració.

Com ha dit el mateix Buffett: «Quan un ramat de Wall Street pot influir en la cotització d'una acció i la persona més emocional, més avariciosa o més deprimida pot determinar-ne el preu, costa argumentar que el mercat fixi sempre el preu de forma racional. De fet, sovint les cotitzacions no tenen cap sentit». Molt probablement, el pànic que, en les últimes setmanes, ha afectat les borses mundials ofereix múltiples exemples d'aquesta màxima.

### Rendiments de la inversió en valor en relació amb el mercat

Índex (100 = març 2000)



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

## PRINCIPALS INDICADORS

### Tipus d'interès (%)

	29-feb	29-gen	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
<b>Zona de l'euro</b>					
Refi BCE	0,05	0,05	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	-0,21	-0,16	-4	-7,4	-24,5
Euríbor 12 mesos	-0,02	0,02	-4	-8,0	-25,3
Deute públic a 1 any (Alemanya)	-0,48	-0,45	-3	-10,2	-29,5
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,57	-0,49	-8	-22,5	-34,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,11	0,33	-22	-51,9	-21,8
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,53	1,51	2	-24,1	27,0
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) <sup>1</sup>	142	119	24	28,1	49,1
<b>EUA</b>					
Fed funds (límit superior)	0,50	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 mesos	0,64	0,61	3	2,7	37,8
Líbor 12 mesos	1,16	1,14	2	-1,8	48,0
Deute públic a 1 any	0,60	0,45	15	0,3	41,2
Deute públic a 2 anys	0,77	0,77	0	-27,8	15,2
Deute públic a 10 anys	1,73	1,92	-19	-53,9	-26,3

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

	29-feb	29-gen	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	100	93	8	23,2	50,9
Itraxx Financer Sènior	109	92	17	32,1	54,6
Itraxx Financer Subordinat	238	208	30	82,3	116,2

### Tipus de canvi

	29-feb	29-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
\$/€	1,087	1,083	0,4	0,1	-2,9
¥/€	122,530	131,210	-6,6	-6,2	-8,5
£/€	0,781	0,761	2,7	6,0	7,7
¥/\$	112,690	121,140	-7,0	-6,3	-5,8

### Primeres matèries

	29-feb	29-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	383,6	383,3	0,1	2,4	-8,9
Brent (\$/barril)	35,9	33,2	8,3	0,5	-41,9
Or (\$/unça)	1.238,7	1.118,2	10,8	16,7	2,1

### Renda variable

	29-feb	29-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	1.932,2	1.940,2	-0,4	-5,5	-8,2
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	2.945,8	3.045,1	-3,3	-9,8	-18,2
Ibex 35 (Espanya)	8.461,4	8.815,8	-4,0	-11,3	-24,3
Nikkei 225 (Japó)	16.026,8	17.518,3	-8,5	-1,6	-14,7
MSCI emergents	740,3	742,4	-0,3	-6,8	-25,2
Nasdaq (EUA)	4.558,0	4.614,0	-1,2	-9,0	-8,2

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



## CONJUNTURA · Economia mundial: la incertesa financera llasta el sentiment econòmic

L'economia mundial aixeca el peu de l'accelerador (però no frena gaire). Un final de 2015 una mica més feble del que s'esperava en moltes de les economies avançades i emergents i una certa translació de la incertesa financera a l'àmbit de l'economia real (reflectida, ara com ara, en els indicadors de sentiment) fan esperar un creixement mundial el 2016 una mica menys expansiu del previst. En particular, arran de la revisió a la baixa del creixement per a enguany als EUA, al Japó, a la zona de l'euro i a certs emergents (com Mèxic o Indonèsia) i de la intensificació de la recessió prevista al Brasil, esperem que el creixement mundial se situï en el 3,4% el 2016, en relació amb el 3,5% previst anteriorment. En aquest escenari, el 2016, el grup d'emergents creixerà el 4,4% i el d'avançats, l'1,9%. El 2017, l'expansió mundial s'accelerarà, gràcies al millor to dels emergents i, amb menys intensitat, dels avançats.

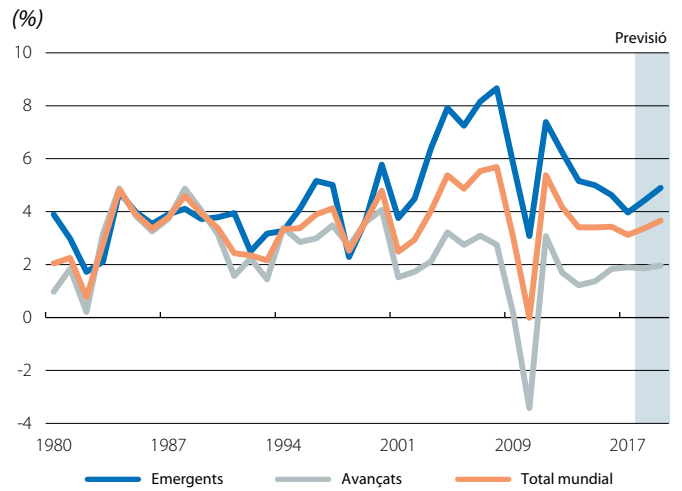
La revisió a la baixa de l'escenari central no implica disminuir la probabilitat d'escenaris més adversos. Malgrat que el creixement mundial serà menor del que s'esperava, la probabilitat d'un escenari en què cristal·litzin els elevats riscos a la baixa encara persistents (inclosos una hipotètica intensificació de la incertesa financera, les dificultats per assegurar l'aterratge suau de l'economia xinesa o els deterioraments addicionals de la situació d'emergents fràgils com el Brasil, Rússia, Sud-àfrica o Turquia) no canvia en relació amb el que consideràvem el mes passat.

### ESTATS UNITS

**Final d'any ranquejant als EUA.** Segons l'última revisió del PIB efectuada pel Bureau of Economic Analysis, l'economia nord-americana va avançar el 0,3% intertrimestral en el 4T 2015, una xifra que va decebre perquè era inferior al creixement del 3T (el 0,5% intertrimestral) i també per la composició de la dada, que reitera la feblesa dels components d'inversió no residencial i exportacions. Malgrat aquest tancament a la baixa del 2015, el creixement del conjunt de l'any es va situar en el 2,4%, la mateixa xifra que la registrada el 2014.

**Les dades del començament del 2016 no auguren un enlairament immediat de l'economia.** Els indicadors d'activitat empresarial del gener suggereixen que, en el 1T, el pols econòmic serà, en el millor dels casos, només lleugerament millor que el del 4T 2015. Així, l'indicador ISM de manufactures, tot i que va aconseguir estabilitzar el nivell del desembre, es va mantenir, al gener, en nivells indicatius de contracció de la producció industrial. D'altra banda, l'indicador ISM de serveis va experimentar el tercer mes consecutiu a la baixa: tot i que encara es va mantenir per damunt del nivell de 50, que suggeriria expansió de l'activitat del sector terciari, altres indicadors similars, com l'avanç del PMI de serveis, elaborat per Markit, es van

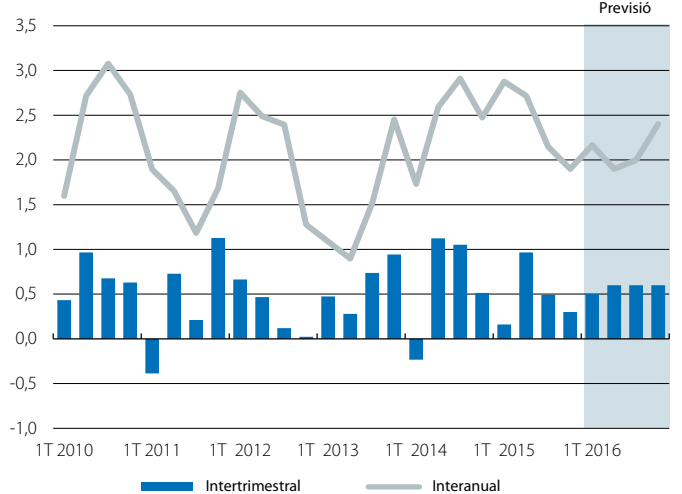
### Creixement del PIB mundial: previsions de CaixaBank Research



Font: CaixaBank Research.

### EUA: PIB

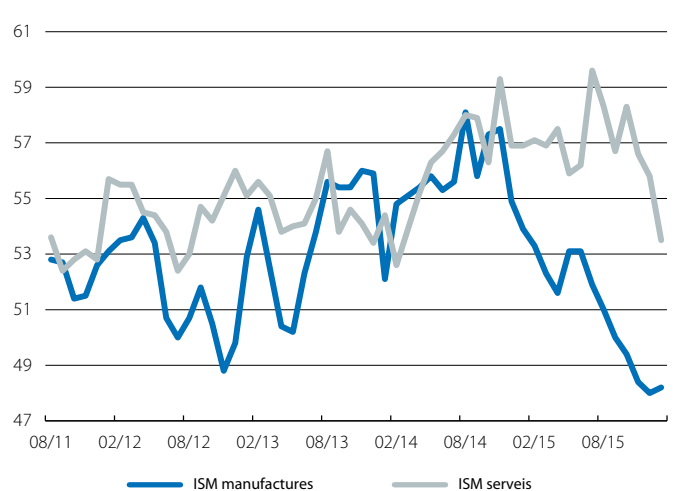
Variació interanual i intertrimestral (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.

### EUA: indicadors de sentiment empresarial

Variació interanual (%)



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



situar per sota del límit dels 50 punts. Els indicadors de sentiment, per construcció, reflecteixen de forma especialment ràpida els canvis en la percepció empresarial. És lògic, per tant, que estiguin capturant les incerteses financeres del moment. Més matisada és la lectura de les perspectives econòmiques nord-americanes, que s'obtenen dels indicadors de demanda i, en particular, dels de consum: es confirma una millora de les vendes al detall.

**Un escenari de desacceleració moderada**, el més probable per al 2016. Un final de 2015 decebedor i un inici de 2016 només una mica millor condicionen, en part, les nostres previsions de creixement. Malgrat que, a mesura que avanci l'any, l'economia nord-americana recuperarà una mica de tracció, el creixement mitjà, del 2,1%, se situarà per sota del registre dels dos anys anteriors (el 2,4%). Es tracta d'una desacceleració d'intensitat limitada, atès que el consum privat resisteix, el consum públic accelera i la inversió residencial manté el ritme d'avanç. En canvi, les perspectives de la inversió no residencial són més contingudes, ja que no tindrà el suport d'unes bones dades de beneficis empresarials. En aquest context, creiem que la Reserva Federal espaiarà en el temps la continuació del procés de normalització del tipus de referència: si abans esperàvem una nova pujada, del 0,50% al 0,75% al juny, ara la situem al setembre. Es tracta, però, d'una simple pausa, perquè les condicions d'inflació, que continuarà repuntant en els pròxims mesos, i laborals (la taxa d'atur es va situar, al gener, en el 4,9%, el mínim des del febrer del 2008) justifiquen la normalització monetària.

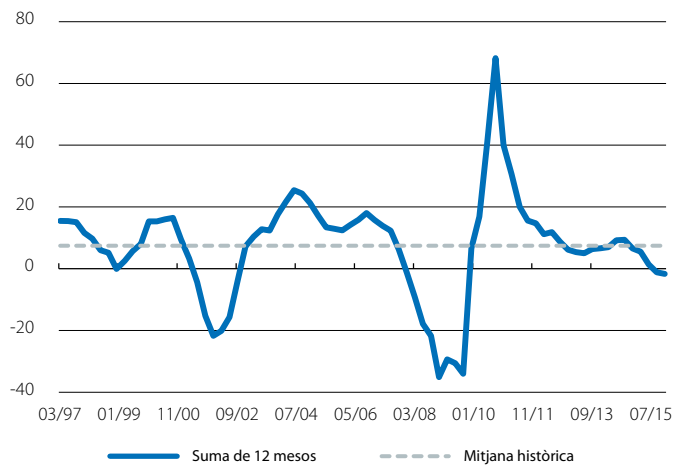
### JAPÓ

**Ensopegada en el 4T.** Quan s'esperava un creixement baix, però positiu, el PIB nipó va recular quatre dècimes en el 4T, de manera que la mitjana del 2015 es va situar en el 0,5%. La reculada econòmica va ser conseqüència, fonamentalment, del mal to del consum privat i, amb menys intensitat, de les exportacions. En canvi, la inversió es va mostrar dinàmica i va ser, amb escreix, l'aspecte més positiu de la composició del PIB. La inflació, per la seva banda, va continuar reflectint el to decaigut de la demanda interna. Al gener, l'IPC sense aliments però amb energia (referència del Banc del Japó) es va situar en el 0,0% de variació interanual, molt lluny de l'objectiu del 2%.

**Millora relativa el 2016.** Partint d'aquestes tendències, esperem que enguany l'economia s'acceleri, però a un ritme moderat (el 0,9%, 1 dècima menys del que pensàvem abans de saber la dada del PIB del 4T). La recuperació nipona topa amb tres llastos: la perenne feblesa del consum privat, l'atonía exportadora (afectada per la disminució de les compres dels EUA i de la Xina) i el procés d'ajust d'existències. En aquest context, s'especula sobre la possibilitat que la política econòmica continuï tractant de donar suport al creixement: en el 1T, es posarà en marxa un nou paquet fiscal, equivalent al 0,3% del PIB, l'ampliació del qual, enguany, no cal descartar, i és probable que el Banc del Japó adopti noves mesures d'expansió monetària. No obstant això, l'efectivitat de la política monetària serà, possiblement, limitada, atès l'escàs efecte registrat per anteriors mesures similars.

### EUA: beneficis empresarials \*

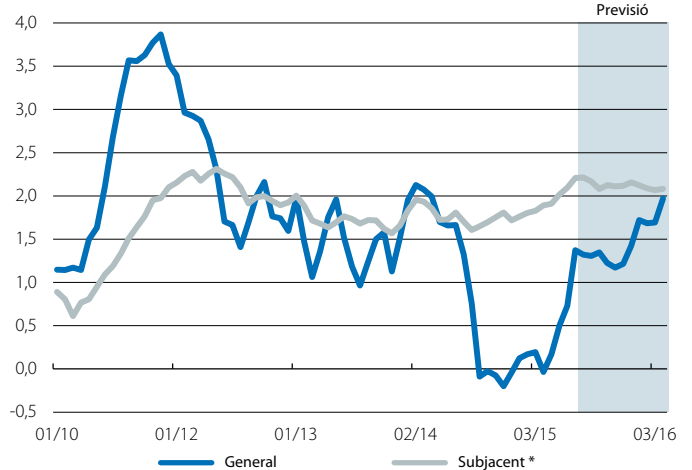
Variació interanual (%)



**Nota:** \* Benefici per acció de l'índex borsari S&P 500.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

### EUA: IPC

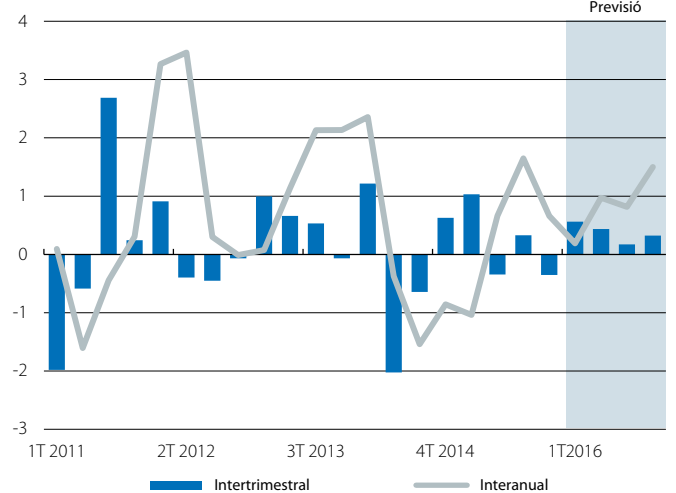
Variació interanual (%)



**Nota:** \* Subjacent: índex general sense energia ni aliments.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.

### Japó: PIB

Variació interanual i intertrimestral (%)



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

**EMERGENTS**

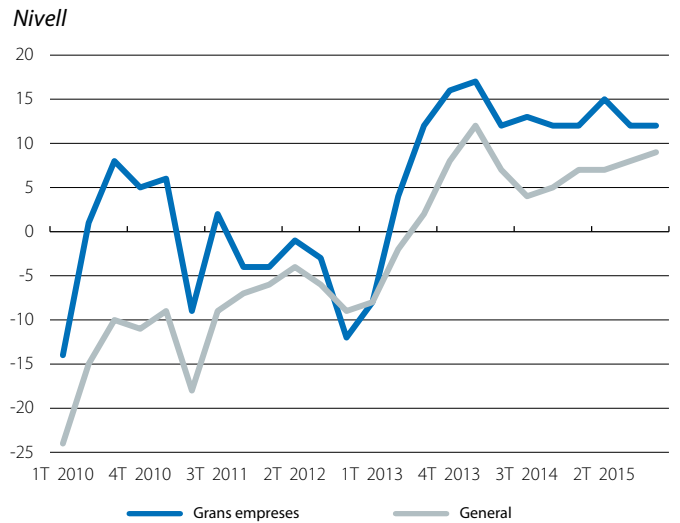
**Xina: sense novetat al front.** Durant les festivitats de l'any nou xinès, la publicació d'indicadors macroeconòmics es redueix. Les poques dades conegudes no aclareixen gaire les perspectives immediates. L'indicador d'activitat PMI (oficial) del gener va caure per sota del llindar de 50, tant en les rúbriques de manufactures com en les de serveis, però l'indicador PMI Markit-Caixin suggereix un to mínimament expansiu del terciari. Per la seva banda, les exportacions i les importacions van recular al gener més del que s'havia previst. Al marge d'aquests indicadors de l'economia real, sembla que l'evolució financera mostra un ritme més pausat que en les primeres setmanes de l'any. Després de tancar per la festivitat de l'any lunar, la borsa de Xangai va obrir a l'alça al mateix temps que el iuan recuperava una part de la depreciació registrada des del començament de l'any. En aquest context incert, mantenim el nostre escenari de desacceleració gradual del PIB el 2016 i el 2017, tot i que amb riscos a la baixa.

**L'Índia, l'excepció de l'Àsia emergent.** A mesura que el procés d'aterratge suau de l'economia xinesa es va materialitzant i que l'acceleració dels avançats es frena, la resta de l'Àsia emergent reflecteix el canvi de l'entorn extern i modera el ritme de creixement. En particular, les perspectives són més contingudes a Hong Kong, a Singapur, a Malàisia i a Indonèsia, la qual cosa justifica una certa revisió a la baixa de l'avanç del PIB previst per a aquestes economies el 2016. En aquest context, el creixement de l'Índia destaca favorablement, tant pel ritme (creixement interanual del 7,3% en el 4T de 2015) com per la composició (en particular, pel sorprenent vigor de les manufactures, una de les assignatures pendents del país fins avui).

**Mèxic i el Brasil, dues formes diferents de trampejar el temporal.** Les dades del final de l'any indiquen que la recessió s'agreuja al Brasil, la qual cosa, sumada a l'absència de millores en l'àmbit polític i a la intensificació de desequilibris com la inflació, comporta un nou deteriorament de les perspectives. Mèxic, per la seva banda, va créixer el 2,5% interanual en el 4T, i el còmput anual va presentar la mateixa xifra. La dada confirma una certa desacceleració en relació amb el trimestre anterior, que continuarà en els pròxims trimestres, atesos els indicadors disponibles, l'ajust fiscal anunciat (el 0,7% del PIB) i la pujada del tipus de referència (del 3,00% al 3,75%, entre el desembre i el febrer). Així i tot, valorem que el país estigui aplicant una política econòmica apropiada, la qual cosa l'allunya de la situació brasilera.

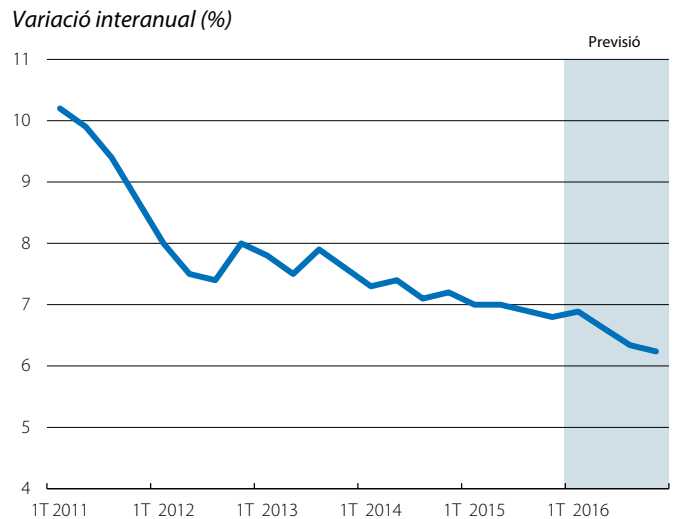
**Petroli: poques novetats, volatilitat elevada.** El preu del petroli va oscil·lar de manera apreciable al febrer i, finalment, va tancar el mes en nivells de 35 dòlars per barril de qualitat Brent, gairebé sense canvis en relació amb el preu de l'inici del període. Les tendències de fons apunten a una recuperació moderada del preu el 2016. No obstant això, en un horitzó a curt termini, el que ha dominat la dinàmica dels preus ha estat la versemblança d'un possible acord dels grans productors per estabilitzar la producció, que han donat suport a l'alça de les cotitzacions quan el pacte semblava sòlid i que les han deprimint quan han percebut que el compromís era feble.

**Japó: índex de sentiment empresarial (Tankan)**



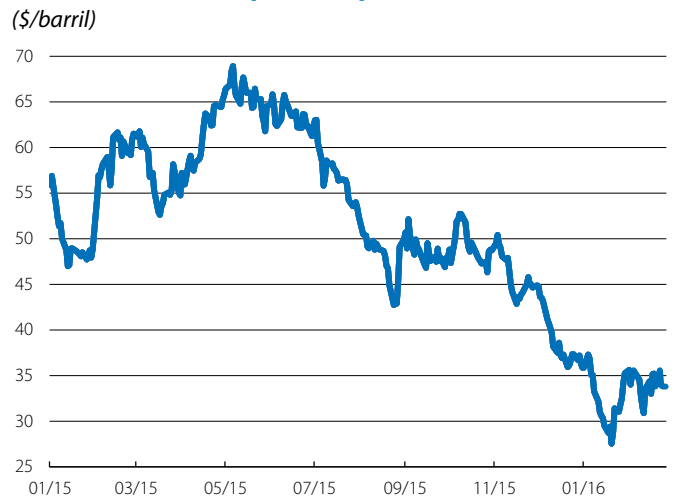
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc del Japó.

**Xina: PIB**



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

**Primeres matèries: preu del petroli \***



Nota: \* Brent, contractes forward a un mes.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

## FOCUS · Hong Kong: trencar o no amb el dòlar nord-americà

La confluència de tres factors ha suscitat el temor a una possible ruptura del règim canviari (*peg*) que ancora el dòlar de Hong Kong (HKD) amb el dòlar nord-americà (USD): l'inici de la pujada de tipus d'interès de la Reserva Federal dels EUA (Fed), l'alentiment econòmic de la Xina i l'augment de l'aversió al risc dels inversors internacionals. Per bé que hi ha tendències a llarg termini que indiquen que el peg amb l'USD s'hauria de trencar, sembla que el seu manteniment està assegurat a curt i mitjà termini.

L'HKD és una divisa lligada al dòlar des del 1983 mitjançant un *Currency Board*. Això significa que s'assegura la convertibilitat dels bitllets d'HKD per bitllets d'USD a una cotització de 7,8 HKD per USD ( $\pm 0,05$ ), gràcies a un dels majors estocs de reserves de divises (359.000 milions d'USD). Més enllà de l'ampli matalàs de reserves, un sector financer sanejat, el bon estat de les finances públiques i un compte corrent amb superàvit són condicions internes que avalen el *peg* a curt termini. No obstant això, durant les primeres setmanes del 2016, amb la intensificació de les turbulències financeres als mercats xinesos i amb la depreciació del renminbi (RMB), es van produir sortides de capitals des de Hong Kong que van apropar la cotització de l'HKD al límit feble de la seva banda (vegeu el gràfic).

Durant més de tres dècades, el sistema canviari fix ha estat de gran utilitat per a l'economia de Hong Kong i ha facilitat el desplegament del singular i reeixit model de desenvolupament de la seva economia, centrada en els sectors financer i de serveis comercials. També ha contribuït a la modernització de la Xina, ja que Hong Kong s'ha establert com la principal porta de les relacions que el gegant asiàtic manté amb la resta del món (una bona part dels fluxos comercials i de capitals des de i cap a la Xina continental passen per aquesta petita regió). En definitiva, l'ancoratge de l'HKD amb l'USD ha propiciat que Hong Kong s'hagi convertit en un centre financer i comercial de referència mundial. El peatge de perdre l'autonomia monetària, supeditada a la Fed, ha estat assumible.

No obstant això, les creixents relacions amb la Xina continental canvien la dinàmica econòmica i financera de Hong Kong. En particular, la rellevància ascendent de l'RMB desafia la supremacia de l'USD en l'economia, en les finances i en el comerç de Hong Kong. A tall d'exemple, mentre que, el 2009, les liquidacions comercials en la moneda xinesa eren insignificants, s'estima que, el 2015, van superar els 6.000 milions d'RMB (gairebé 900 milions d'USD). De les 1.752 empreses cotitzades al Hong Kong Stock Exchange al final del 2014, 876 provenien de la Xina continental i representaven gairebé el 60% de la capitalització del mercat. Al novembre del 2014, es va establir una connexió entre les borses de Hong Kong i de Xangai (Shanghai-Hong Kong Stock Connect) que permet el flux de capitals

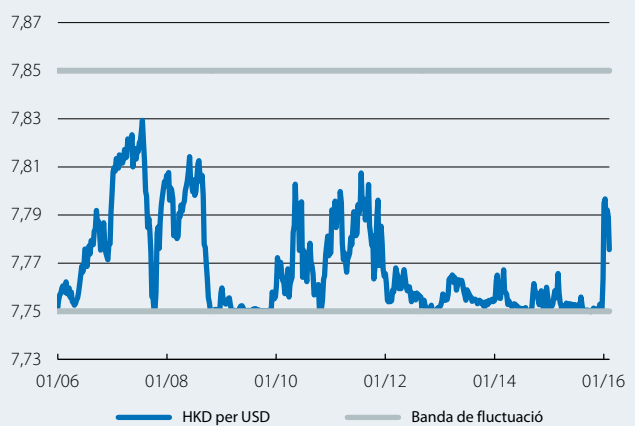
entre els dos mercats (dins d'unes quotes establertes pel gegant asiàtic).<sup>1</sup>

Aquesta tendència a una major sincronia de Hong Kong amb la Xina continental en detriment dels EUA ha tingut repercussions a nivell econòmic. Entre el 2011 i el 2014, mentre la Xina mostrava un pols econòmic sòlid i la Fed aplicava la seva política monetària ultraexpansiva (traduïda en un tipus d'interès oficial proper al zero a Hong Kong), es van observar altes taxes d'inflació (del 4,5%, de mitjana anual, enfront de taxes del 2% uns anys abans) i un fort increment dels preus immobiliaris (de més del 100% des del 2010). Així, la conveniència o no de modificar el règim canviari de Hong Kong és i continuarà sent un debat obert, tot i que plantejat a llarg termini. Atesa la integració creixent de les dues economies, un canvi que apropi l'HKD a l'RMB serà beneficiós. No obstant això, abans serà necessari que la Xina completi i consolidi la integració en el sistema financer internacional, rebaixi les restriccions als fluxos de capital, encara elevades, modernitzi el sistema financer i augmenti la flexibilitat del tipus de canvi i la convertibilitat de la divisa.

A curt termini, l'opció més avantatjosa és que es mantingui el *peg*, fonamentalment per dos motius. En primer lloc, l'USD encara és la principal divisa en les transaccions comercials i financeres a Hong Kong, de manera que trencar el vincle ara seria molt desestabilitzador per a l'economia. En segon lloc, els processos liberalitzadors que du a terme la Xina poden generar turbulències significatives, de manera que li convé disposar d'un *hub* financer i comercial que el món considera estable.

### Tipus de canvi del dòlar de Hong Kong

Dòlar de Hong Kong per dòlar nord-americà



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

1. Vegeu «Xangai-Hong Kong stock connect: connectant amb la borsa xinesa», a l'IM01/2015.

## FOCUS · Institucions a l'Amèrica Llatina: el moment decisiu

L'Amèrica Llatina ha viscut una autèntica revolució institucional en les últimes dècades, que ha alterat de manera decisiva el marc de presa de decisions de política econòmica. Tot i que molt sovint es destaquen els canvis formals com l'evolució cap a règims democràtics que ha tingut lloc a la regió des de la dècada de 1980, des d'un punt de vista estrictament econòmic, és més rellevant referir-se a la millora en diferents àmbits de la governança, que s'ha demostrat que estaven vinculats a l'eficiència econòmica. En particular, són útils els indicadors de governança elaborats pel Banc Mundial, que detallen la situació en sis espais clau: veu i rendició de comptes (que inclouen, entre altres aspectes, l'elecció democràtica del Govern i la llibertat de premsa i d'associació), estabilitat política i absència de violència, eficàcia del Govern (que incorpora mesures de la qualitat dels serveis públics, de les polítiques públiques, etc.), qualitat del marc regulador, Estat de dret i, finalment, control de la corrupció.

Malgrat que la visió convencional és que el marc de governança ha millorat en els 20 últims anys, la veritat és que la seva evolució no ha estat uniforme en el temps. Mentre que, entre el 1996 (primer any amb dades) i el 2005, l'evolució de la mitjana d'aquests sis indicadors és negativa, en els 10 anys següents, es torna positiva. Paradoxalment, la situació del 2014, últim any disponible, és gairebé igual a l'existent el 1996. No obstant això, aquest estancament institucional és degut, de forma gairebé exclusiva, a la involució registrada en dos països, l'Argentina i Veneçuela. Eliminats aquests casos atípics de la mostra, es constata que, entre el 1996 i el 2014, la regió millora en matèria institucional. En aquest sentit, cal destacar la qualitat institucional de Xile, Uruguai i Costa Rica. Així i tot, per disposar d'una referència del progrés institucional realitzat, cal esmentar que els nivells assolits en la mitjana regional (un cop excloses l'Argentina i Veneçuela) són una mica millors que els de l'Àsia emergent, però netament inferiors als de l'Europa emergent.

Doncs bé, atès que l'Amèrica Llatina entra en una etapa de pitjors perspectives econòmiques, a causa d'un doble xoc negatiu (l'enduriment del finançament internacional i una evolució de les cotitzacions de les primeres matèries inferior als nivells de bonança de la dècada de 2000) i que la primera economia de la zona, el Brasil, es troba en una recessió intensa, podrà trampejar la situació millor que en el passat gràcies als canvis institucionals de les últimes dècades?

Les qüestions centrals que cal dilucidar són dues. La més general és si el marc institucional del qual s'ha dotat la regió fa més probable l'adopció d'una política econòmica adequada. Un segon aspecte, més específic, és si la millora del sistema institucional minorarà l'augment de la proba-

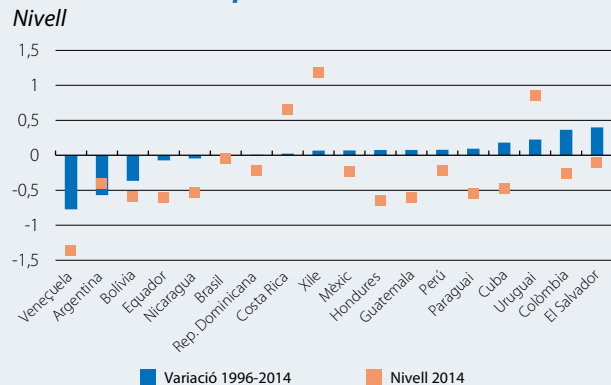
bililitat d'impagament del deute, que, a causa de la combinació d'un menor creixement i d'un major enduriment financer,<sup>1</sup> s'ha tornat menys sostenible.

Pel que fa a la primera d'aquestes qüestions, la literatura identifica vincles causals forts entre la (major) qualitat institucional i la (major) capacitat de fer política econòmica anticíclica. L'evidència empírica disponible i rellevant per a l'Amèrica Llatina, però, és mixta. Mentre que el BIS (2012) detecta que diversos emergents, amb alguns llatinoamericans en aquest grup, han estat capaços d'implementar polítiques econòmiques contracíclics des de l'any 2000, l'FMI (2014) és més caut i apunta més aviat a una lleugera disminució de la procíclicitat de la política econòmica.<sup>2</sup> A més a més, el BIS reconeix que el progrés es dona, sobretot, en la política monetària, i no tant en la fiscal (només Xile destaca en aquest àmbit).

En relació amb la segona de les qüestions esmentades, la literatura estableix que hi ha relacions causals entre la (major) qualitat institucional i la (menor) probabilitat d'impagament del deute. Per aquest motiu, cal esperar que la probabilitat d'impagament sigui menor que en el passat.

En definitiva, l'Amèrica Llatina afronta els temps turbulents venidors amb un marc institucional millor que en el passat. No obstant això, en matèria institucional, no tot són flors i violes o, el que és el mateix, no tota l'Amèrica Llatina és Xile. I, atès el temporal que hauran d'afrontar, tampoc no és clar que la millora institucional de la resta de països sigui suficient.

### Amèrica Llatina: qualitat institucional



**Nota:** Mitjana simple de sis indicadors de governança: veu i rendició de comptes, estabilitat política i absència de violència, eficàcia del Govern, qualitat del marc regulador, Estat de dret i control de la corrupció. Els valors estan estandaritzats en un interval de -2,5 a +2,5, en què els valors més alts corresponen a una governança millor.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial (World Governance Indicators).

1. Sobre aquesta qüestió, vegeu el Focus «Cap a una crisi del deute extern a l'Amèrica Llatina?», de l'IM02/2016.

2. Takáts, E. (2012), «Countercyclical policies in emerging markets», BIS Quarterly Review, juny, i Fons Monetari Internacional (2014), «Regional economic outlook. Western Hemisphere».

## PRINCIPALS INDICADORS

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

### ESTATS UNITS

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
<b>Activitat</b>								
PIB real	1,5	2,4	2,9	2,7	2,1	1,9	–	...
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	3,4	3,9	4,8	3,7	4,0	3,4	3,8	...
Confiança del consumidor (valor)	73,2	86,9	101,3	96,2	98,3	96,0	97,8	92,2
Producció industrial	1,9	3,7	3,5	1,5	1,1	–0,8	–0,7	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (valor)	53,8	55,6	53,2	52,6	51,0	48,6	48,2	...
Habitatges iniciats (milers)	928	1.001	978	1.158	1.158	1.130	1.099	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	158	171	177	179	179	183	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	7,4	6,2	5,6	5,4	5,2	5,0	4,9	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	58,6	59,0	59,3	59,3	59,3	59,4	59,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	–3,0	–3,0	...	...
<b>Preus</b>								
Preus de consum	1,5	1,6	–0,1	0,0	0,1	0,5	1,4	...
Preus de consum subjacent	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	...

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

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Bureau of Economic Analysis, Dept. de Treball, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM i Thomson Reuters Datastream.

### JAPÓ

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16
<b>Activitat</b>							
PIB real	1,4	–0,1	–1,0	0,7	1,6	0,7	–
Confiança del consumidor (valor)	43,6	39,3	40,7	41,5	40,9	42,3	42,5
Producció industrial	–0,6	2,1	–2,2	–0,5	–0,4	–0,5	–2,3
Índex activitat empresarial (Tankan) (valor)	6,0	13,5	12,0	15,0	12,0	12,0	–
Taxa d'atur (% pobl. activa)	4,0	3,6	3,5	3,3	3,4	3,2	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,4	–2,6	–1,8	–1,4	–1,0	–0,6	–0,5
<b>Preus</b>							
Preus de consum	0,4	2,7	2,3	0,5	0,2	0,3	–0,1
Preus de consum subjacent	–0,2	1,8	2,1	0,4	0,8	0,8	0,7

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

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

### XINA

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16
<b>Activitat</b>							
PIB real	7,7	7,3	7,0	7,0	6,9	6,8	–
Vendes al detall	15,5	12,0	10,5	10,2	10,7	11,1	...
Producció industrial	9,7	8,3	6,4	6,3	5,9	5,9	...
PMI manufactures (oficial) (valor)	50,8	50,7	49,9	50,2	49,8	49,7	49,4
<b>Sector exterior</b>							
Balança comercial <sup>1</sup> (valor)	258	383	489	542	577	602	605
Exportacions	7,8	6,0	4,6	–2,2	–5,8	–5,1	–11,4
Importacions	7,3	0,4	–17,6	–13,5	–14,3	–11,6	–18,6
<b>Preus</b>							
Preus de consum	2,6	2,0	1,2	1,4	1,7	1,5	1,8
Tipus d'interès de referència <sup>2</sup> (valor)	6,00	5,60	5,35	4,85	4,60	4,35	4,35
Renminbi per dòlar (valor)	6,1	6,2	6,2	6,2	6,3	6,4	6,6

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

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.



## CONJUNTURA · Un creixement moderat que triga a guanyar intensitat

**L'expansió econòmica de la zona de l'euro prossegueix enguany.** La Comissió Europea preveu que el creixement del PIB de la zona de l'euro serà de l'1,7% el 2016, 1 dècima menys que la dada prevista la tardor passada, per culpa d'uns vents de cara (l'alentiment dels emergents i les recents turbulències financeres) que bufen una mica més fort que fa tres mesos. El ritme de creixement de la majoria d'economies de la regió accelera de manera gradual, i el nostre escenari de previsions contempla una recuperació moderada que anirà agafant velocitat al llarg de l'any, tot i que una mica més lentament del que havíem previst. Sosté el creixement una demanda interna robusta, sobretot el consum privat i, amb menys intensitat, el consum públic i la inversió. La contribució de la demanda externa tindrà un abast limitat a causa de la desacceleració del comerç mundial. La intensitat dels vents de cua que van donar suport al creixement el 2015 es modificarà: el baix preu del petroli continuarà afavorint-lo durant uns mesos (tot i que després pujarà de forma gradual) i la política monetària acomodaticia del BCE s'intensificarà i mantindrà baixos els tipus d'interès i més feble el tipus de canvi efectiu de l'euro (que sense la política monetària acomodaticia). No obstant això, poden afectar el nostre escenari uns vents de cara que bufin amb més força del que s'esperava: una desacceleració més intensa de les economies emergents, la prolongació de la volatilitat financera, la sortida del Regne Unit de la UE o els riscos geopolítics.

**El PIB de la zona de l'euro va créixer el 0,3% intertrimestral en el 4T 2015** (l'1,5% interanual), el mateix ritme que en el 3T. La dada situa el creixement total de l'any en l'1,5%, la qual cosa representa un avanç en relació amb el 2014 (el 0,9%). Així i tot, la recuperació es desenvolupa a diferents velocitats entre països i és una mica més lenta del que s'havia previst. Espanya continua al capdavant, amb un ritme de creixement del 0,8% intertrimestral en el 4T, i Alemanya manté el pas del 3T, moderat però sòlid, del 0,3%. Per la seva banda, França i Itàlia van reduir en 1 dècima el ritme de creixement, fins al 0,2% i el 0,1% intertrimestral, respectivament. Malgrat que encara no s'ha publicat el desglossament del PIB per components de demanda, les dades disponibles palesen que la demanda interna ha estat el principal suport del creixement de la zona de l'euro. L'economia s'ha beneficiat d'uns factors de suport temporals que, ara com ara, han compensat la desacceleració de les economies emergents i l'augment de les turbulències financeres.

**L'Europa emergent accelera el pas.** En el 4T, el ritme d'activitat es va accelerar a tota la regió. Destaca l'elevat avanç del PIB registrat per Polònia, Romania, Eslovàquia i Hongria, les taxes de variació intertrimestral dels quals van assolir o, fins i tot, van superar, en alguns casos, l'1% (la variació interanual va ser del 3,5%-4%). Sense el detall per components, els indicadors dis-

### Creixement del PIB: previsions de la Comissió Europea

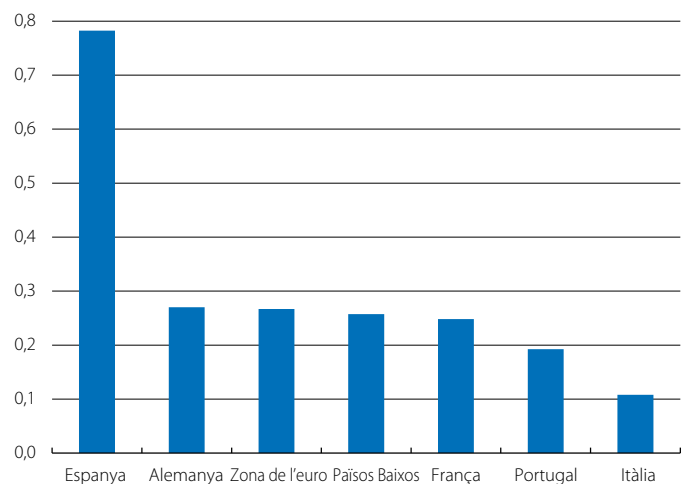
Variació anual (%)

	2015	Previsió		Variació en relació amb la previsió tardor 2015	
		2016	2017	2016	2017
Zona de l'euro	1,5	1,7	1,9	▼ 0,1	=
Alemanya	1,4	1,8	1,8	▼ 0,1	▼ 0,1
França	1,1	1,3	1,7	▼ 0,1	=
Itàlia	0,6	1,4	1,3	▼ 0,1	▼ 0,1
Espanya	3,2	2,8	2,5	▲ 0,1	▲ 0,1
Portugal	1,4	1,6	1,8	▼ 0,1	=
Grècia	-0,7	-0,7	2,7	▲ 0,6	=

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat (2015) i de la Comissió Europea.

### PIB del 4T 2015

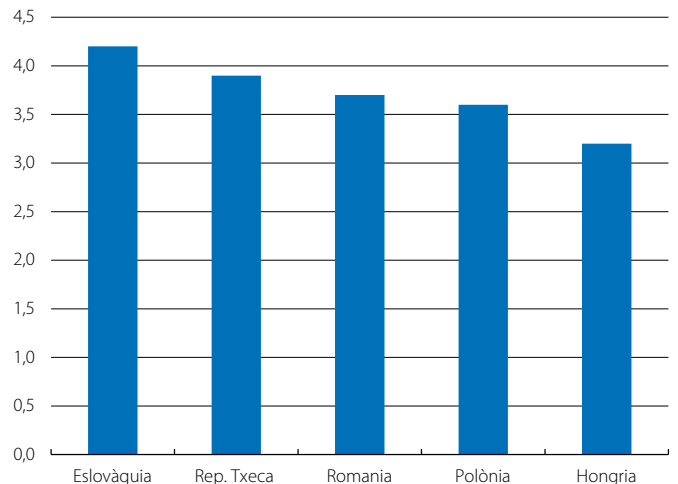
Variació intertrimestral (%)



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

### Europa emergent: PIB del 4T 2015

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i dels instituts estadístics nacionals.



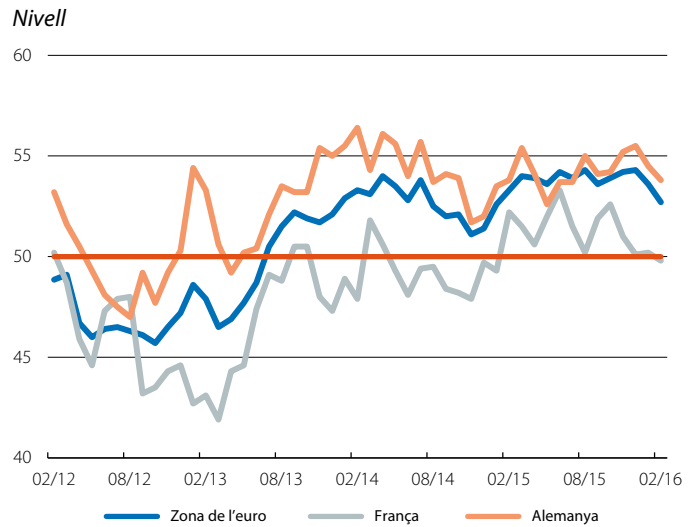
ponibles suggereixen que la majoria d'aquestes economies es beneficien, simultàniament, d'una aportació positiva de la demanda externa (reflex del bon to del seu mercat principal, la zona de l'euro) i d'un major vigor de la demanda interna. Les perspectives immediates són que aquests països mantindran un ritme d'expansió notable el 2016, per bé que en suau desacceleració en relació amb el 2015.

**No sembla que el ritme de creixement de l'activitat augmenti en el 1T 2016.** Els indicadors d'activitat disponibles per al mes de febrer suggereixen que el creixement a la zona de l'euro no guanya intensitat. L'índex de sentiment econòmic va baixar fins als 103,8 punts, per damunt de la mitjana històrica (100). L'índex PMI compost va davallar fins als 52,7 punts, el registre més baix des del gener del 2015, tot i que es va situar clarament en un nivell expansiu (per damunt dels 50 punts). Per països, el PMI compost va recular a Alemanya fins als 53,8 punts, però es va mantenir, també, en una confortable zona expansiva. En canvi, a França, l'índex va recular fins als 49,8, un nivell marginalment recessiu. Aquests descensos mostren com les turbulències que experimenten els mercats financers afecten el sentiment econòmic i empresarial. Tot i que no preveiem que es tradueixin en un alentiment de l'activitat de la zona de l'euro, el creixement pot trigar més a guanyar intensitat.

**El consum avança, però no accelera.** Els indicadors de demanda mostren una certa desacceleració entre el final del 2015 i l'inici del 2016. Les vendes al detall van augmentar l'1,4% interanual al desembre, un ritme superior a la mitjana històrica, però una mica per sota del fort ritme que va marcar la resta del 2015. D'altra banda, la confiança del consumidor a la zona de l'euro va baixar al febrer fins als -8,8 punts (-6,3 al gener), per sota dels registres observats des del desembre del 2014. La disminució de la confiança recull un augment de la incertesa a conseqüència de la forta volatilitat financera experimentada recentment, però esperem que aquest to menys ferm sigui temporal. De fet, el mercat laboral de la zona de l'euro es continua recuperant de manera favorable. La taxa d'atur va baixar fins al 10,4% al desembre del 2015, i preveiem que continuarà millorant al llarg d'enguany i donant suport a la millora del consum privat.

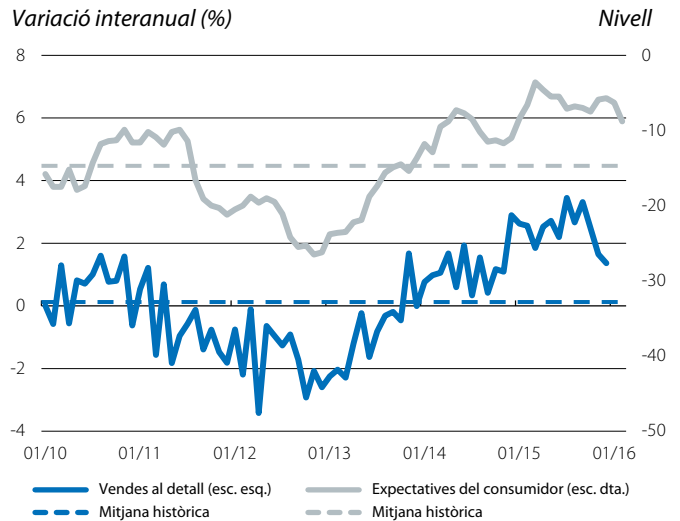
**El superàvit per compte corrent continua millorant.** Malgrat l'augment gradual de la demanda domèstica, el baix preu del petroli, que ha reduït el dèficit energètic de la zona de l'euro, i la millora de la competitivitat-preu van contribuir, el 2015, a incrementar el superàvit per compte corrent, el qual, afavorit per la forta correcció dels dèficits de nombrosos països perifèrics (Espanya n'és un clar exemple) i per la continuïtat del superàvit substancial d'Alemanya (el 8,9% del PIB al desembre), va assolir un màxim del 3,2% del PIB al desembre (acumulat de 12 mesos). Des d'una perspectiva d'inversió i d'estalvi, un increment elevat del superàvit indica que l'augment de l'estalvi no s'ha invertit a la zona de l'euro, un desequilibri que podria repercutir en el potencial de creixement de la regió si la situació s'allarga en el temps.

**Indicador d'activitat PMI compost**



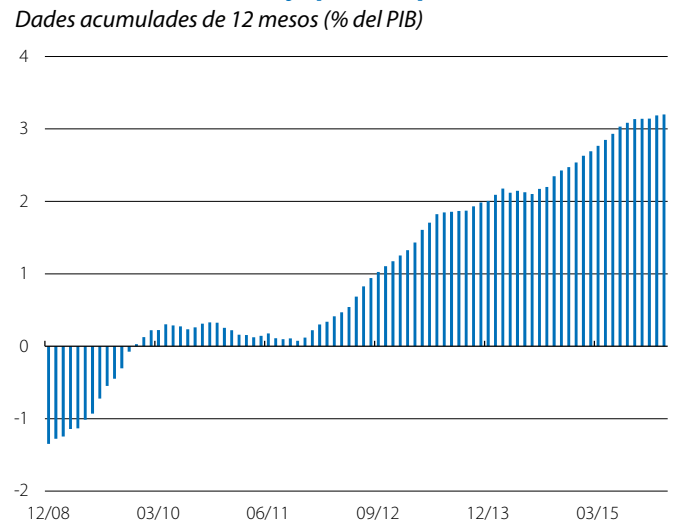
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

**Zona de l'euro: indicadors de consum**



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

**Zona de l'euro: balança per compte corrent**



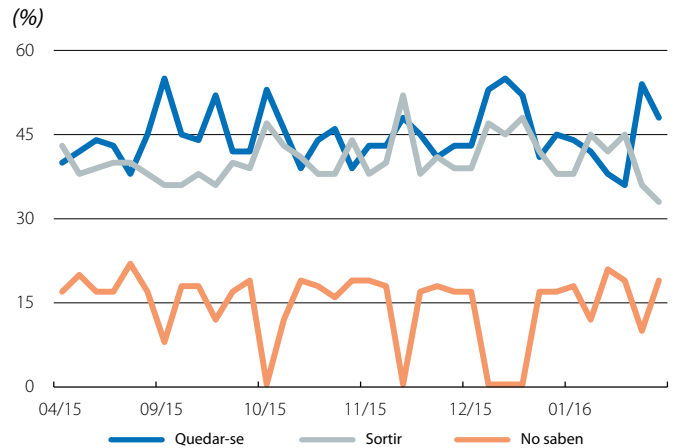
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

**La potencial sortida del Regne Unit de la UE afegeix incertesa a l'entorn econòmic.** El Regne Unit ha aconseguit un acord al Consell Europeu sobre els termes de la seva pertinença a la UE, que sotmetrà a referèndum el 23 de juny. L'acord conté quatre àrees principals: sobirania, competitivitat, governança econòmica i immigració. Aquesta última àrea ha estat la més controvertida, ja que inclou un «fre d'emergència» a les prestacions socials vinculades a l'ocupació per als immigrants procedents de la UE, la qual cosa comportaria un tracte discriminatori en relació amb els treballadors nacionals. Més enllà de la lletra petita, si s'aprova l'acord, el Regne Unit deixarà d'estar compromès amb una major integració dins de la UE, la qual cosa marcaria un precedent amb conseqüències negatives per al procés d'integració política i econòmica si altres països apelen també a la seva excepcionalitat. No obstant això, la clarificació del seu paper també pot donar via lliure als països que aspirin aconseguir una major integració política i econòmica al si de la zona de l'euro. Ara com ara, les enquestes no donen un resultat clar del referèndum, ja que la indecisió és elevada. Sigui com sigui, la possibilitat del brexit ha provocat un augment de la incertesa, que ha repercutit en la important depreciació de la lliura d'aquestes últimes setmanes. Aquesta depreciació respon, també, al possible ajornament, fins a l'inici del 2017, de la pujada dels tipus d'interès del Banc d'Anglaterra, atès el context actual de més incertesa i de baixa inflació.

**La crisi dels refugiats és un repte important per a la UE, més enllà del costat humanitari.** La incapacitat d'arribar a un acord per gestionar la crisi arrossega cada país a adoptar decisions unilaterals que perjudiquen els seus socis. Sis països han imposat controls fronterers temporals dins de l'espai Schengen, una mesura que, si s'allarga, podria ser un llast per al creixement econòmic de la UE. Segons France Stratégie, tornar als controls fronterers de forma permanent equivaldria a introduir una taxa comercial sobre el comerç, que reduiria les relacions comercials entre els països de Schengen. Així, en un clima de desconfiança mútua, no solament serà molt difícil solucionar la gestió de la crisi de refugiats, sinó també avançar en el procés de construcció europea en general. A més a més, poden aparèixer altres riscos, tant geopolítics com idiosincràtics, que acabin impactant de manera negativa sobre el creixement, ja que la capacitat de resposta conjunta de la UE és limitada.

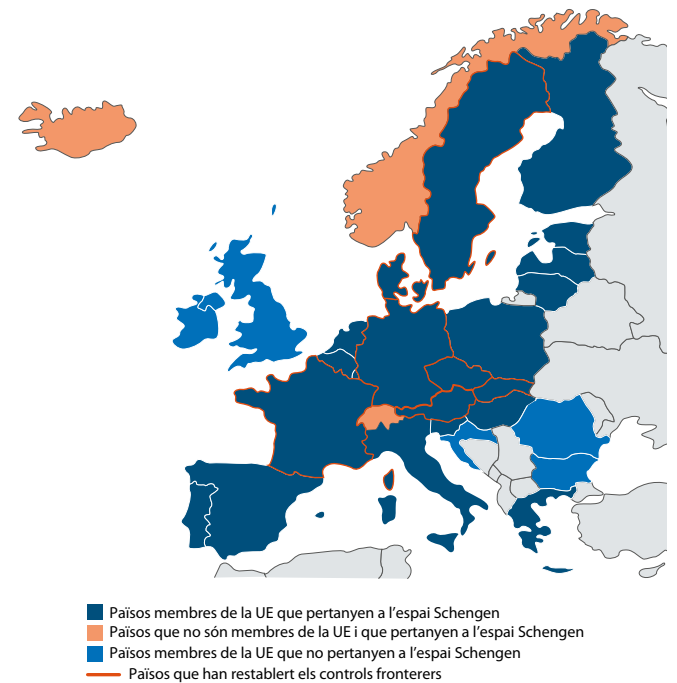
**Augmenten els focus de risc a Portugal.** Les perspectives de creixement de Portugal han empitjorat recentment: el PIB previst per al 2016 pel consens d'analistes ha passat, en menys de quatre mesos, de l'1,8% a l'1,5%. Aquest deteriorament ha estat conseqüència d'unades d'activitat registrades més negatives en la segona meitat del 2015, amb una pèrdua de to de la demanda interna, i dels dubtes, que ja han fet efecte, sobre la solidesa parlamentària del Govern i sobre la seva capacitat d'adoptar una política econòmica adequada. En particular, preocupa la incerta evolució pressupostària resultant de la poca credibilitat de l'escenari previst, que ha provocat una demanda d'ajustos addicionals per part de la Comissió Europea.

**Regne Unit: intenció de vot en el referèndum**



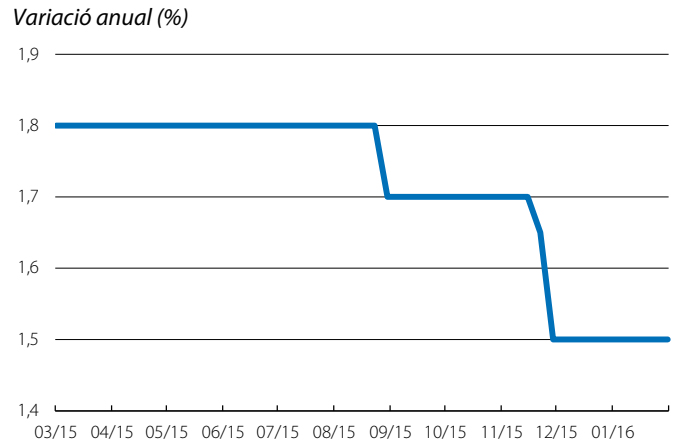
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Financial Times.

**Controls fronterers dins de l'espai Schengen**



Font: France Stratégie.

**Portugal: previsions de PIB del 2016 del consens**



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

## FOCUS · Baixa inflació: petroli i res més?

Malgrat que ja fa més de dos anys que el creixement de la zona de l'euro es troba en territori positiu, la inflació es manté en cotes històricament baixes. Sovint s'argumenta que això és un reflex de la feblesa del creixement o s'utilitza com a exemple per qüestionar l'efectivitat de la política monetària. És adequat recórrer a la inflació com a mostra de l'estat de fons actual de l'economia?

No hi ha dubte que, en part, la baixa taxa d'inflació és deguda a l'intens descens experimentat pel preu del petroli, que ha tingut una repercussió directa sobre els preus dels productes energètics. Així i tot, alguns analistes apunten a l'existència d'altres factors, ja que la inflació subjacent, que exclou el component energètic, també es troba lluny de l'objectiu del BCE.

No obstant això, si tenim en compte els canals a través dels quals el preu del petroli afecta la inflació subjacent, la preocupació per la baixa taxa d'inflació queda matisada. El primer canal d'impacte és l'efecte indirecte que, per la reducció dels costos de producció o de transport, pot comportar per a les empreses el nou preu del petroli. Efectivament, en la inflació subjacent, hi ha components amb una elevada correlació històrica amb el preu del petroli,<sup>1</sup> que també han reaccionat de manera intensa a la caiguda recent. Per exemple, el component de béns domèstics no duradors, que no inclou béns energètics de cap tipus, presenta una evolució molt similar a la del preu del petroli. Això és així perquè el preu del petroli és clau per als costos de producció i de transport de les empreses que venen béns domèstics no duradors, les quals, en conseqüència, reflecteixen els moviments del preu del cru en el preu final que ofereixen als consumidors.

El segon canal és l'efecte de segona ronda que es produiria si els agents modifiquessin les expectatives d'inflació a causa de l'enfonsament del preu del petroli i aquestes expectatives afectessin, al seu torn, l'evolució de preus en l'actualitat. Per exemple, aquest seria el cas si un canvi d'expectatives influís en la negociació dels salaris entre empresaris i treballadors.

Per conèixer la magnitud dels efectes indirectes i de segona ronda, analitzem la relació històrica entre la inflació subjacent i el preu del petroli i estimem on se situaria actualment la inflació subjacent si el preu del petroli no ha-

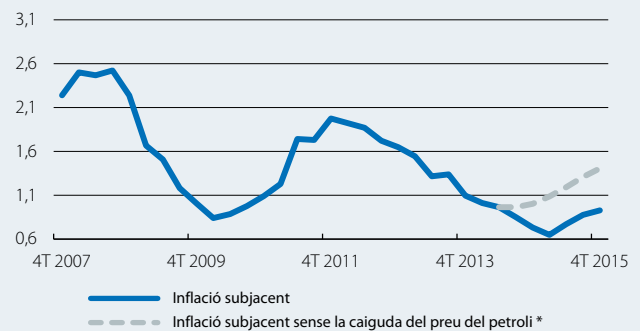
gués baixat.<sup>2</sup> Per als lectors amb coneixements de tècniques econòmiques, el que es fa és estimar un model que captura com les variacions del preu del cru han afectat la inflació subjacent històricament i, a partir del juliol del 2014, assumir que el component energètic avança al mateix ritme que la inflació subjacent per poder obtenir el valor contrafactual, és a dir, el valor de la inflació subjacent sense els efectes indirectes ni de segona ronda.

Com es pot apreciar al gràfic, l'impacte no és menor: en l'últim trimestre del 2015, la inflació subjacent a la zona de l'euro hauria estat de l'1,41%, en lloc del 0,93% observat: un nivell només lleugerament per sota de la mitjana històrica, com correspon a una economia que creix a bon ritme però que encara no funciona a ple rendiment, i no gaire allunyat de l'objectiu del BCE.

De fet, si el preu del petroli es recupera de forma gradual en els pròxims trimestres, com esperem que succeeixi, la inflació subjacent i, sobretot, la inflació general s'acceleraran de forma notable. En concret, esperem que la taxa d'inflació general passi del 0,4% actual al 2,0% al desembre d'enguany. Però, de la mateixa manera que la baixa taxa d'inflació actual no ha de ser interpretada com una mostra de la feblesa del creixement, quan augmenti no ho farà a causa d'un canvi de fons de l'activitat econòmica.

### Inflació subjacent: efectes indirectes i de segona ronda del preu del petroli

Variació interanual (%)



**Nota:** \* S'assumeix que la inflació subjacent avança igual que el component energètic a partir del juliol del 2014. En el model estimat utilitzem dades per a la zona de l'euro (UE 15) del 1T 2002 al 4T 2015.

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

1. ECB «Monthly Bulletin», desembre del 2014 (Box 3).

2. Utilitzem una extensió del model presentat a Darvas, Z. (2015). «Has ECB QE Lifted Inflation?», Bruegel, 12 de gener de 2016.

$\pi_t^{subjct} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{subjct} + \sum_{j=1}^4 \gamma_j y_{t-j} + \sum_{k=1}^4 \delta_k (\pi_{t-k}^{energia} - \pi_{t-k}^{subjct}) + \varepsilon_t$ , on  $\pi_t^{subjct}$  és la inflació subjacent;  $\pi_{t-j}^{subjct}$  és la inflació subjacent en el període  $t-j$ ;  $y_{t-j}$  és el creixement del PIB real interanual en el període  $t-j$ ;  $\pi_{t-k}^{energia}$  és la inflació del component energètic en el període  $t-k$ ; i  $\varepsilon_t$  és el terme d'error de la regressió.

## FOCUS · El BCE davant la caiguda del petroli

La recuperació de l'economia europea segueix el seu curs, però la incertesa en l'entorn global ha empès Mario Draghi a plantejar una revisió de la política monetària del BCE en la reunió del març. El moviment del preu del petroli és un dels principals factors d'incertesa, perquè, amb una caiguda del 72% en l'últim any i mig, manté la inflació lluny de l'objectiu del banc central. Tot seguit analitzem en quina mesura la política monetària hauria de reaccionar a les fluctuacions del petroli.

Si els baixos preus del cru fossin temporals, no es qüestionaria la capacitat del BCE de garantir l'estabilitat de preus, de manera que sembla evident que no hauria d'haver-hi una resposta activa de política monetària. No obstant això, tot fa pensar que una part important de la correcció de la cotització del cru serà permanent. Per exemple, l'Agència Internacional de l'Energia, una de les veus més autoritzades en la matèria, preveu un preu de 79 dòlars per barril de qualitat Brent el 2020, una correcció substancial en relació amb els 113 dòlars per barril cotitzats el 2012.

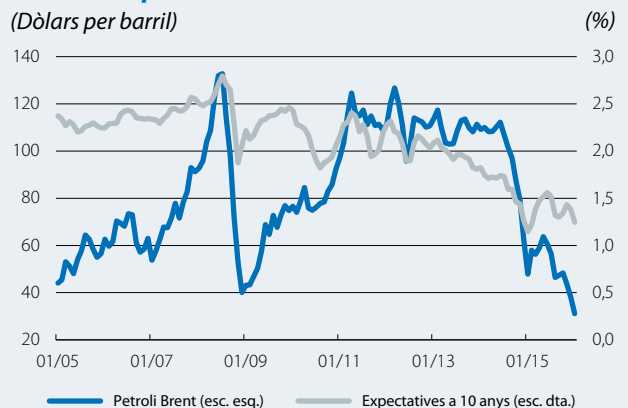
La conseqüència més clara d'un preu del cru permanentment més baix és una major capacitat de producció de l'economia europea, gran importadora de l'hidrocarbur, ja que, per a moltes empreses, el preu de l'energia és una de les línies de cost més importants. Si l'economia assolís ràpidament el seu nou potencial, no caldria cap intervenció de política econòmica. No obstant això, si la demanda no respongués en la mateixa magnitud que l'increment de la capacitat productiva, augmentarien les pressions a la baixa sobre els preus, la qual cosa comprometria el mandat del BCE, que persegueix una taxa d'inflació per sota, però propera, al 2%. Fins ara, l'activitat de la zona de l'euro ha avançat de manera sostinguda i s'ha apropiat de forma gradual al seu nou potencial. No obstant això, com indica el BCE, la intensificació recent dels riscos sobre el curs futur de l'economia global podria alentir aquesta recuperació. Per exemple, atès l'augment de la incertesa, les famílies i les empreses podrien ajornar les decisions de consum i d'inversió. A més a més, la desacceleració de les economies emergents pot llastar les exportacions de la zona de l'euro i frenar l'avanç de l'economia. Per aquest motiu, davant un augment d'aquests riscos, la política monetària podria respondre amb mesures expansives que empenyin de nou l'economia si mostra signes clars de desacceleració.

El segon factor que podria motivar l'actuació del BCE és que la caiguda del preu del petroli es tradueix en una reducció de les expectatives d'inflació, que són fonamentals per a la implementació de la política del BCE.<sup>1</sup> Si els treballa-

dors i els consumidors haguessin reduït de manera significativa les expectatives d'inflació, observariem un transvasament de la caiguda del preu del petroli cap als preus de la resta de béns i serveis i cap als salaris. La nostra anàlisi, presentada al Focus «Baixa inflació: petroli i res més?», en aquest mateix *Informe Mensual*, indica que la caiguda del petroli ha reduït de manera temporal la inflació dels altres béns i serveis. No obstant això, també assenyala que, pel que sembla, no ha afectat la recuperació de la inflació subjacent durant el 2015. Així, segons la nostra anàlisi, no sembla que la caiguda del preu del cru hagi provocat una caiguda permanent de les expectatives d'inflació dels consumidors i dels treballadors. De tota manera, com s'observa al gràfic, en els últims anys, les expectatives d'inflació del mercat<sup>2</sup> han disminuït i es troben per sota de l'objectiu del BCE. És més, ha augmentat la correlació entre el preu del petroli i les expectatives. D'altra banda, les expectatives basades en enquestes a economistes, menys volàtils que les de mercat, evidencien una disminució molt més moderada. Per això, en conjunt, l'evidència suggereix que el BCE les continua mantenint sota control, tot i que, si es produeixen noves caigudes del preu del petroli, es podria veure compromès.

En resum, fins ara, la recuperació econòmica ha seguit un curs sòlid i la caiguda del preu del cru no ha provocat efectes indirectes que comprometin les expectatives d'inflació a llarg termini. Si es manté aquest escenari, el BCE no hauria de respondre a la caiguda del preu del petroli. No obstant això, el banc central s'ha de mantenir a l'aguait, ja que un augment de la incertesa o les caigudes renovades del preu del petroli podrien justificar la seva intervenció.

### Petroli i expectatives d'inflació del mercat



**Nota:** Expectatives segons els swaps d'inflació.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters.

1. El banc central estableix un tipus d'interès nominal, però els agents basen les decisions en el tipus real: la diferència la determinen les expectatives d'inflació.

2. Per a més detalls sobre la construcció d'expectatives de mercat, vegeu l'article «Mesurar les expectatives d'inflació: la importància dels detalls», en el Dossier de l'IM02/2015.

## PRINCIPALS INDICADORS

### Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
Vendes al detall ( <i>variació interanual</i> )	-0,8	1,2	2,3	2,5	3,1	1,8	...	...
Producció industrial ( <i>variació interanual</i> )	-0,7	0,8	1,6	1,3	1,8	0,7	...	...
Confiança del consumidor	-18,8	-10,2	-6,2	-5,2	-7,0	-6,4	-6,3	-8,8
Sentiment econòmic	93,5	101,5	102,6	103,7	104,5	106,3	105,1	103,8
PMI manufactures	49,6	51,8	51,4	52,2	52,2	52,8	52,3	51,0
PMI serveis	49,3	52,5	53,5	54,1	54,0	54,2	53,6	53,0
<b>Mercat de treball</b>								
Ocupació (persones) ( <i>variació interanual</i> )	-0,7	0,6	0,9	1,0	1,1	...	-	...
<b>Taxa d'atur: zona de l'euro (% pobl. activa)</b>	12,0	11,6	11,2	11,0	10,7	10,5	...	...
Alemanya (% pobl. activa)	5,2	5,0	4,8	4,7	4,6	4,5	...	...
França (% pobl. activa)	10,3	10,3	10,4	10,4	10,5	10,2	...	...
Itàlia (% pobl. activa)	12,1	12,7	12,3	12,2	11,7	11,4	...	...
Espanya (% pobl. activa)	26,1	24,5	23,1	22,5	21,7	21,0	...	...

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

### Sector exterior

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

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	12/15	01/16
<b>Saldo corrent: zona de l'euro</b>	2,0	2,5	2,7	3,0	3,1	3,2	...
Alemanya	6,5	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	...
França	-0,8	-0,9	-0,5	0,1	0,2	-0,1	...
Itàlia	0,9	1,9	2,0	2,0	2,1	...	...
Espanya	1,5	1,0	1,2	1,4	1,5	1,5	...
<b>Tipus de canvi efectiu nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	101,2	101,8	93,0	91,1	92,7	92,5	93,5

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

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, la Comissió Europea i organismes nacionals d'estadística.

### Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	12/15	01/16
<b>Finançament del sector privat</b>								
Crèdit a les societats no financeres <sup>1</sup>	-2,6	-0,2	-0,8	-0,4	0,1	0,4	0,1	0,6
Crèdit a les llars <sup>1,2</sup>	-0,1	0,8	0,2	0,5	1,0	1,3	1,4	1,4
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres <sup>3</sup> (%)	2,0	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge <sup>4</sup> (%)	2,6	2,1	2,2	2,0	2,1	2,0	2,0	...
<b>Dipòsits</b>								
Dipòsits a la vista	6,0	11,5	9,7	11,8	12,4	11,9	11,6	11,3
Altres dipòsits a curt termini	-2,0	-3,9	-3,1	-4,0	-4,7	-3,9	-3,5	-2,7
Instrumentos negociables	-7,2	3,1	3,9	5,7	2,0	0,7	-3,8	-1,3
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars (%)	1,3	0,8	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	...

Notes: 1. Dades ajustades de vendes i titulacions. 2. Inclou les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 3. Crèdits de més d'un milió d'euros a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial. 4. Préstecs a tipus flexible i fins a un any de fixació del tipus oficial.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Banc Central Europeu.



## CONJUNTURA · El ritme de creixement continua sent robust

**La demanda interna impulsa el creixement.** Les dades de comptabilitat nacional confirmen que l'economia espanyola va créixer el 0,8% intertrimestral en el 4T, gràcies a la notable aportació de la demanda interna, de 0,6 p. p. Destaca el dinamisme del consum privat (el 0,8% intertrimestral), que fa mesos que es beneficia de l'augment del poder adquisitiu de les llars, arran de la creació d'ocupació, del descens dels preus de l'energia i de les millores en les condicions financeres. Addicionalment, la demanda interna també va rebre el suport de la inversió en equipament, que va créixer l'1,9% intertrimestral. La demanda externa, després de diversos trimestres contribuint negativament al creixement, en l'últim trimestre de l'any, va tenir una aportació positiva, de 0,2 p. p., gràcies a la bona evolució de les exportacions i a l'avanç moderat de les importacions. De tota manera, en el conjunt del 2015, la demanda externa va restar cinc dècimes al creixement anual del PIB, del 3,2%, mentre que la demanda interna li va aportar 3,7 p. p. El 2016, el nostre escenari central contempla que la demanda domèstica es continuï expandint, tot i que a un ritme més moderat, i que la demanda externa tingui una aportació lleugerament positiva al creixement del PIB, que preveiem que serà del 2,8%. Ara com ara, la incertesa relacionada amb l'impasse polític i les turbulències financeres a nivell global no afecten els indicadors d'activitat. De tota manera, els riscos, interns i externs, sobre l'evolució de l'economia no remetent i continuen esbiaixats a la baixa. En conseqüència, perquè la recuperació econòmica prossegueixi a bon ritme, serà crucial que aquests focus d'incertesa es vagin esvaïnt en els pròxims mesos.

**La inversió continua sent robusta.** Després d'un any amb una aportació destacada de la inversió en equipament, l'índex de sentiment empresarial (PMI) del gener apunta a un bon inici d'any. En concret, l'índex del sector manufacturer va avançar fins als 55,4 punts i es va situar per damunt de la mitjana del 4T (52,5). En canvi, el seu homòleg de serveis va recular lleugerament i es va situar en els 54,6 punts, un nivell inferior a la mitjana del 4T (55,9) però en una còmoda zona expansiva. L'indicador de sentiment econòmic (ESI), publicat per la Comissió Europea, també es manté en nivells superiors a la mitjana històrica, malgrat registrar una moderació de l'optimisme en els primers mesos de l'any. En particular, l'indicador de confiança del sector industrial ha mostrat una correcció important, tant al gener com al febrer, explicada, principalment, pel deteriorament de les expectatives sobre la cartera de comandes de la indústria. Cal destacar, d'altra banda, que les perspectives de producció futura han augmentat. Els bons nivells que han mantingut aquests indicadors en els mesos de gener i de febrer i la bona evolució dels beneficis empresarials (vegeu el Focus «Els punts de suport de la rendibilitat empresarial») indiquen que l'aportació de la inversió al creixement del PIB es mantindrà en nivells elevats en el 1T.

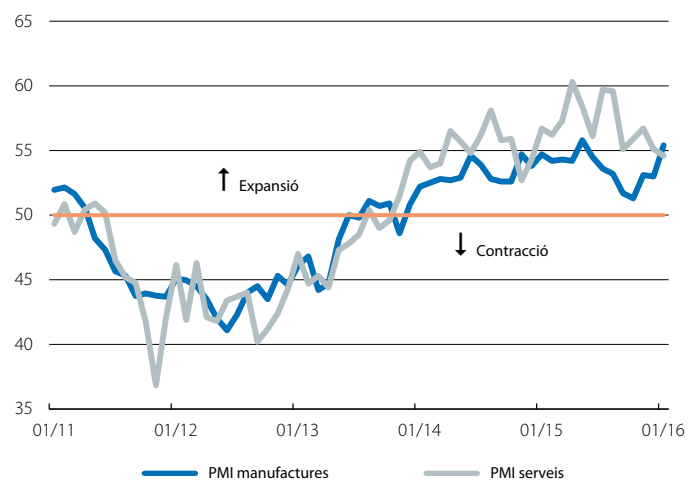
### Desglossament del PIB i previsions

Variació intertrimestral (%)	Previsió					
	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016
Consum privat	0,8	0,8	1,1	0,8	0,8	0,6
Consum públic	1,9	0,7	0,5	0,4	-0,4	0,3
Inversió	1,6	2,3	1,3	1,1	1,0	0,9
Inversió en equipament	2,3	3,7	2,6	1,9	1,3	1,0
Inversió en construcció	1,3	1,9	0,7	0,6	0,9	0,9
Exportacions	1,0	1,4	1,8	0,9	1,4	1,4
Importacions	2,6	1,5	3,1	0,3	1,3	1,3
PIB	0,9	1,0	0,8	0,8	0,7	0,6

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

### Indicadors d'activitat

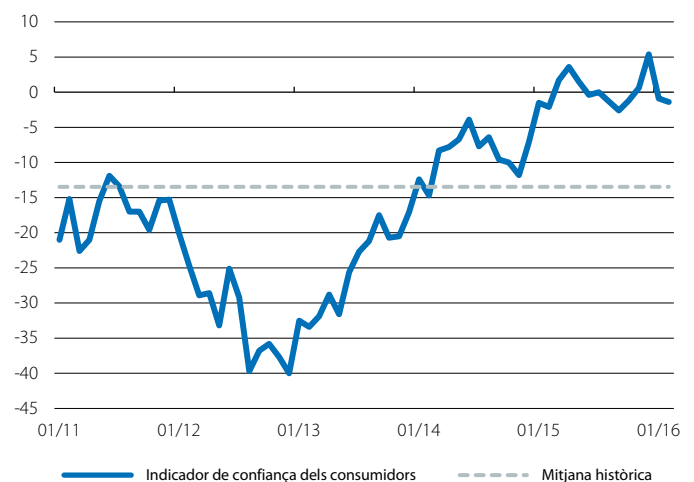
#### Nivell



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

### Confiança dels consumidors

#### Nivell



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



**El consum privat es manté fort.** La confiança del consumidor roman en nivells superiors a la mitjana històrica, malgrat disminuir lleugerament en els dos primers mesos de l'any i situar-se en els -1,4 punts després de registrar importants avanços el 2015. Les bones dades de l'índex de confiança del consumidor en aquest inici d'any suggereixen que el consum privat continuarà impulsant el creixement el 2016.

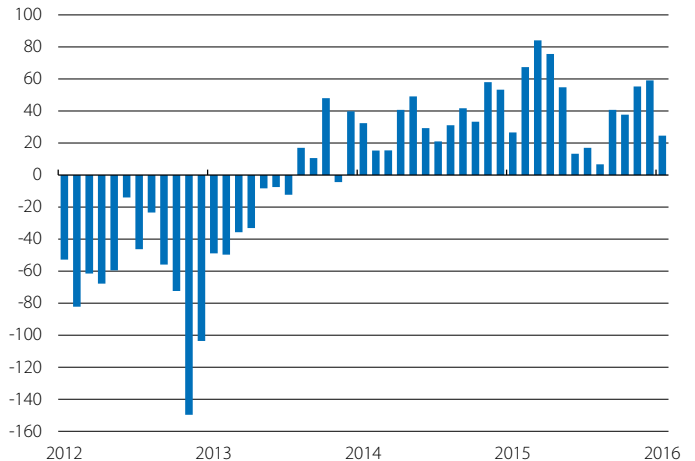
**Continua el dinamisme de la creació d'ocupació.** Segons les dades de la comptabilitat nacional, el creixement de l'ocupació equivalent a temps complet va ser del 0,6% intertrimestral en el 4T. En el conjunt de l'any, la taxa de variació es va situar en el 3,0%, la qual cosa equival a la creació de 495.000 llocs de treball nets. Les xifres d'afiliats a la Seguretat Social del gener confirmen l'evolució favorable de l'ocupació el 2016. En concret, els afiliats van créixer el 3,2% interanual, la qual cosa representa un increment de 24.602 afiliats en termes desestacionalitzats. Per la seva banda, l'atur registrat va disminuir el 8,3% i va anotar un descens especialment intens a la indústria i a la construcció. Malgrat les bones dades d'ocupació, els increments salarials continuen sent moderats en un context en què el nivell d'infrautilització dels recursos al mercat laboral és molt elevat. Així, la remuneració salarial va augmentar el 0,7% en el 4T, la qual cosa situa l'increment anual en un contingut 0,9%. No obstant això, sembla que els salaris pactats en conveni al gener indiquen uns augments salarials una mica superiors, de l'1,1%.

**La inflació torna a sorprendre al febrer** i recula fins al -0,8%, a causa, principalment, del descens dels preus dels carburants i dels aliments. Aquesta caiguda, molt superior a la nostra previsió, sorprèn en un context en què el preu mitjà del petroli del febrer va ser superior al del gener. Esperem, però, que la inflació subjacent, que exclou l'energia i els aliments no elaborats, s'hagi mantingut estable en el 0,9%, un nivell molt similar a l'observat en els últims mesos. El descens de la inflació, més intens del que s'havia previst en el nostre escenari central, ens empeny a revisar les previsions a la baixa. En concret, situem la inflació en el 0,1% per al conjunt del 2016 (enfrent del 0,5% anterior). Segons aquestes estimacions, el baix preu del petroli mantindrà la inflació en terreny negatiu fins a l'estiu i després repuntarà en desfer-se l'efecte graó de l'enfonsament del petroli. Per tant, esperem que la inflació es recuperi i s'apropi a l'1,6% al final d'enguany.

**La caiguda del preu del petroli va contribuir positivament al sector exterior el 2015,** ja que va comportar un estalvi en la factura energètica de 12.000 milions d'euros. Malgrat aquesta reducció del dèficit energètic i el bon funcionament de les exportacions no energètiques, que van avançar el 6,1% anual, el saldo comercial només va millorar en 300 milions d'euros, a causa de l'augment de les importacions (l'11,6% anual). La balança de pagaments va finalitzar el 2015 en un còmode superàvit de 16.700 milions d'euros, equivalent a l'1,5% del PIB, una millora de 0,5 p. p. en relació amb el 2014 que s'explica, principalment, per l'augment del saldo de rendes primàries i secundàries i, amb menys pes, per l'esmentada reducció del

## Afiliats a la Seguretat Social \*

Variació mensual (milers de persones)

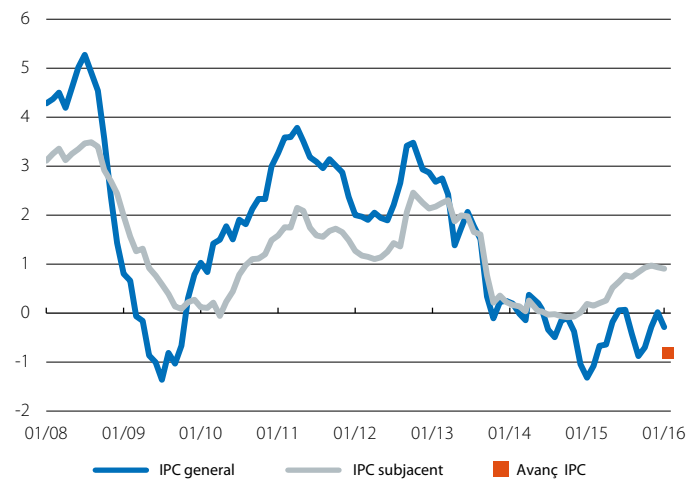


Nota: \* Sèrie desestacionalitzada.

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

## IPC

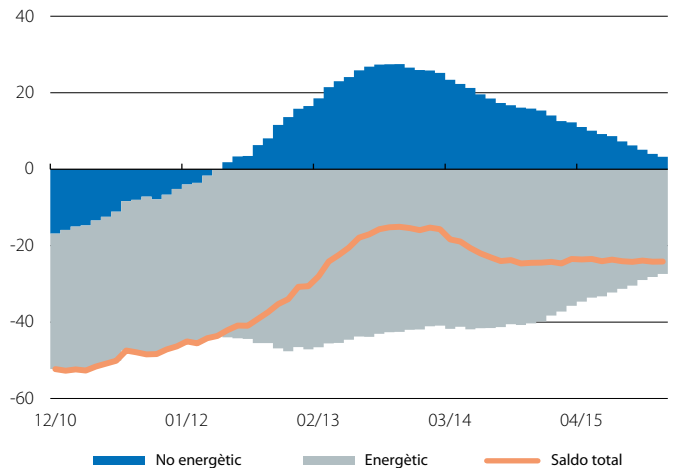
Variació interanual (%)



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

## Saldo de béns \*

Dades acumulades de 12 mesos (milers de milions d'euros)



Nota: \* Dades nominals.

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

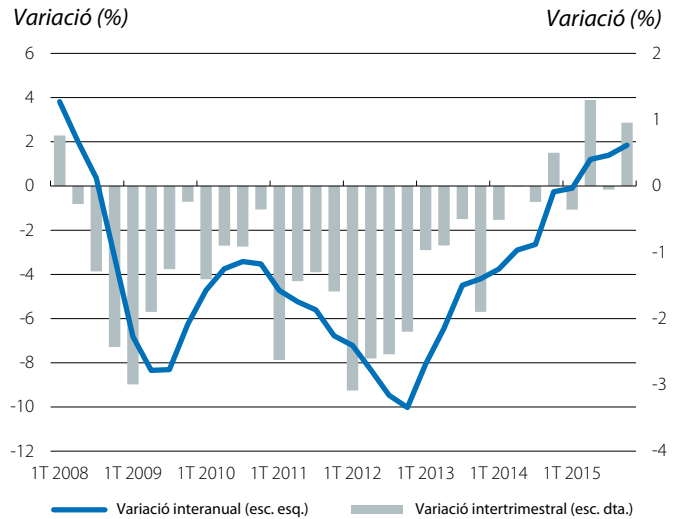
dèficit comercial. El 2016, el baix preu del petroli continuarà afavorint el saldo de béns, però és important continuar adoptant mesures que millorin el saldo comercial de forma estructural, quelcom que es posarà en evidència a mesura que el preu del petroli es vagi recuperant (vegeu l'article «L'economia espanyola i el petroli: una relació estreta», en el Dossier d'aquest Informe Mensual).

**El mercat immobiliari consolida la recuperació el 2015.** En el total de l'any, les compravendes d'habitatges van augmentar l'11,1% en relació amb el 2014. Per la seva banda, les hipoteques van créixer el 19,8% interanual en el conjunt de l'any. Aquestes dades reflecteixen el major dinamisme de la demanda, impulsada per la bona marxa de l'economia, per la millora de les condicions financeres i per l'alta rendibilitat de l'habitatge en relació amb altres inversions (vegeu el Focus «La demanda d'habitatges agafa embranzida»). L'impuls de la demanda s'ha traslladat als preus de l'habitatge, que, segons el Ministeri de Foment, van pujar l'1% intertrimestral en el 4T. En termes interanuals, el preu va avançar l'1,8%. Pel costat de l'oferta, la comptabilitat nacional reflecteix que la inversió en construcció d'habitatges va agafar embranzida el 2015 en relació amb la construcció no residencial. En conseqüència, els visats d'inici d'obra van créixer el 29% al novembre en relació amb el novembre del 2014, segons dades acumulades de 12 mesos. De cara als pròxims mesos, les perspectives són favorables, i s'espera que la tendència alcista dels preus i de l'activitat es mantingui, gràcies a la millora de les condicions de finançament i del mercat laboral i a l'escassetat d'estoc en determinades zones *prime*. En conseqüència, el sector continuarà en fase d'expansió, tot i que amb una evolució molt heterogènia entre les diferents províncies.

**L'augment del crèdit bancari dona suport al creixement.** L'evolució positiva del nou crèdit a les llars durant el 2015, que va créixer el 20% en l'acumulat de l'any, ha reforçat la demanda interna. El nou crèdit a les societats no financeres per a les pimes es va incrementar el 12,9% en l'acumulat de l'any, i l'avanç de nou crèdit per a les grans empreses es va situar en el 7,7%. El crèdit hipotecari va créixer un notable 33,4%, impulsat per l'estabilització dels preus de l'habitatge i per l'augment de les transaccions immobiliàries. D'altra banda, les baixes taxes de morositat evidencien el sanejament del sistema bancari espanyol. En els dos últims anys, la morositat s'ha reduït en 3,5 p. p. des del màxim assolit al desembre del 2013.

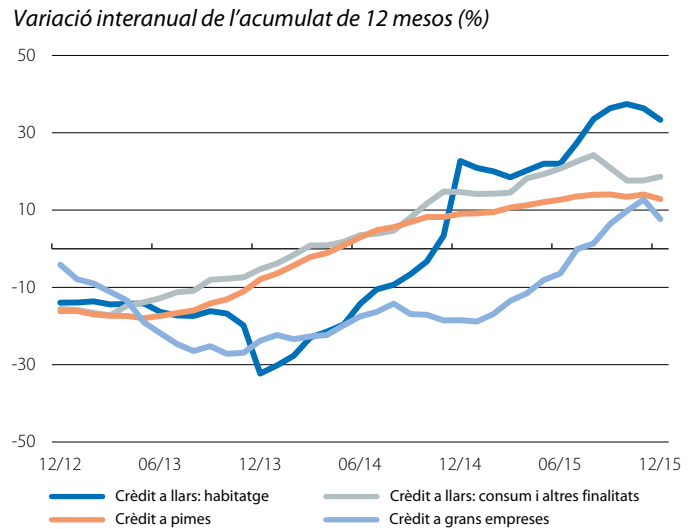
**El deute públic mostra signes d'estabilització.** El deute públic va tancar l'any en el 99,0% del PIB. L'elevat nivell, malgrat ser una mica inferior a l'esperat, posa de manifest la importància de mantenir els esforços de consolidació fiscal. En aquest sentit, la Comissió Europea va alertar que l'elevada xifra de deute fa que l'economia espanyola sigui vulnerable a xocs en les condicions de finançament internacionals. En aquest context, el marge per adoptar una política fiscal expansiva és molt limitat.

**Preu de l'habitatge**



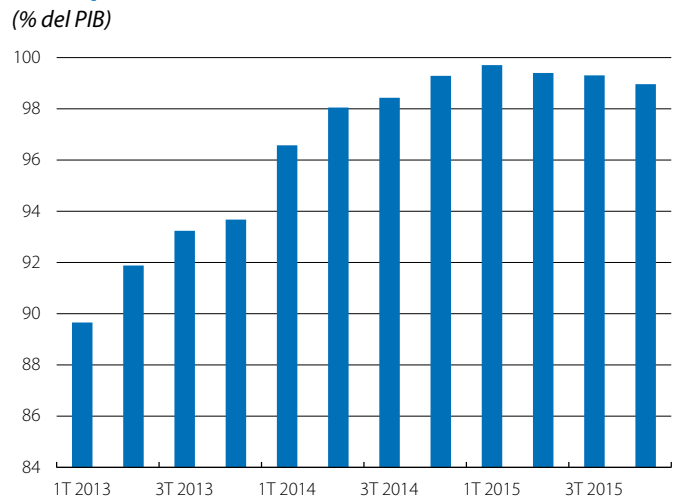
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment.

**Nova concessió de crèdit**



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

**Deute públic**



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

## FOCUS · Com afecta la modalitat de contracte la productivitat?

La taxa d'assalariats amb contracte temporal a Espanya, del 26,2% en el 3T 2015, duplica gairebé la de la mitjana de la Unió Europea, del 14,8%, i és una de les particularitats del mercat de treball espanyol que incideix negativament en la seva productivitat.<sup>1</sup> La tipologia de contracte repercuteix en la productivitat a través de dues vies: la inversió en formació per part de l'empresari i els incentius a l'esforç per part del treballador. Com més capital humà s'acumuli i com més s'esforci el treballador, major serà la productivitat.

Comencem per la primera via, la inversió en capital humà en funció del tipus de contracte. Una anàlisi del cas espanyol a partir de l'Enquesta de Població Activa mostra que els treballadors amb contracte temporal reben menys formació no reglada de l'empresa que els treballadors amb contracte indefinit, la qual cosa en redueix el desenvolupament professional i, en última instància, la productivitat (vegeu el primer gràfic). En concret, el 2014, el 3,7% dels assalariats amb contracte temporal havia realitzat estudis no oficials durant les quatre últimes setmanes, enfront del 6,2% dels assalariats amb contracte indefinit.<sup>2</sup> Cal aclarir que el principal objectiu dels cursos que van rebre la majoria d'empleats va ser oferir formació relacionada amb la feina que exercien.

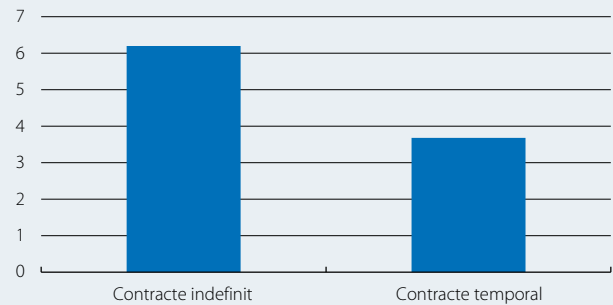
Els resultats de l'enquesta d'habilitats d'adults de l'OCDE mostren que els empleats amb contracte temporal acumulen menys capital humà: els treballadors amb contracte temporal a Espanya utilitzen menys competències<sup>3</sup> als llocs de treball que els treballadors amb contracte indefinit, fins i tot tenint en compte les diferències de nivell educatiu i d'ocupació (vegeu el segon gràfic).<sup>4</sup> A més a més, aquest diferencial en l'ús d'habilitats entre modalitats de contracte és més gran a Espanya que al conjunt de l'OCDE, la qual cosa evidencia les importants conseqüències de la dualitat al mercat laboral, més elevada en el cas espanyol.

La segona via, la relació entre esforç i productivitat en funció del tipus de contracte, és menys evident. Per exemple, no tots els contractes temporals tenen el mateix efecte sobre l'esforç. Si fossin de selecció (és a dir, contemplessin un període de prova abans de convertir-se en indefinits), els treballadors estarien més incentivats a esforçar-se, perquè percebrien més probabilitats d'aconseguir un con-

tracte fix. No obstant això, l'evidència empírica mostra que aquesta no és la norma a Espanya. Només el 21% dels assalariats amb contracte temporal aconsegueixen un indefinit després d'un any, el 56% continua amb el temporal i la resta va a l'atur.<sup>5</sup> Per tant, la majoria de contractes temporals no són de selecció, sinó eventuais, una modalitat que comporta un menor esforç, ja que els treballadors assumeixen que el més probable és que perdin la feina independentment del nivell de dedicació. Pel que fa als contractes indefinits, tampoc influeixen de la mateixa manera sobre aquesta variable: els empleats amb contractes indefinits amb costos d'acomiadament alts podrien tenir menys incentius a esforçar-se, perquè la probabilitat que els acomiadin no està correlacionada amb la productivitat. En canvi, els treballadors amb contractes indefinits amb costos d'acomiadament més moderats probablement s'esforcin més. En definitiva, queda marge de maniobra per trobar fórmules contractuals que aconseguixin augmentar la inversió en formació i en esforç, dos ingredients fonamentals per millorar la productivitat.

### Formació amb participació de l'empresa en funció del tipus de contracte

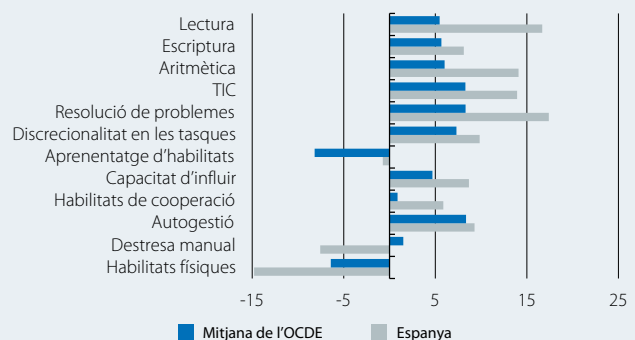
(% de treballadors que van rebre formació fora dels plans oficials d'estudi en les quatre últimes setmanes)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA, Variables de submostra, 2014).

### Ús d'habilitats al lloc de treball en funció del tipus de contracte

Diferència entre contracte indefinit i temporal \* (%)



Nota: \* L'estimació té en compte les diferències en el nivell educatiu i en les ocupacions.  
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (Survey of Adult Skills, PIAAC).

1. Una part d'aquesta diferència es pot explicar pel major pes a Espanya de sectors amb una elevada estacionalitat, com el turisme.  
2. El diferencial en la incidència de formació entre els treballadors amb contracte temporal i indefinit persisteix quan es tenen en compte factors socioeconòmics com l'edat i el nivell d'educació.  
3. A tall d'exemple, les competències d'aritmètica al lloc de treball impliquen l'ús de nombres, quantitats, estadística o matemàtiques: el càlcul de preus, costos o pressupostos; l'ús de fraccions, decimals o percentatges; elaboració de gràfics, taules o esquemes; anàlisi de regressió, etc.  
4. Vegeu «OECD Skills Outlook 2013: First Results from the Survey of Adult Skills».

5. Vegeu Serra, S. (2015), «Temporary Contracts' Transitions: the Role of Training and Institutions», Banc de Portugal.

## FOCUS · Els punts de suport de la rendibilitat empresarial

De les empreses, que són el motor de l'economia, depenen la creació d'ocupació, tan necessària per dinamitzar el mercat laboral, i la inversió, que ha d'augmentar el potencial de creixement de l'economia a llarg termini. Perquè les empreses puguin dur a terme aquestes funcions crucials per a la recuperació, han de comptar amb un balanç financer prou sanejat i han de ser capaces de generar una rendibilitat que compensi l'assumpció de riscos de l'empresari. En aquest Focus, examinem l'estat de salut del sector empresarial a partir de les dades de la comptabilitat nacional, que permeten analitzar l'evolució de les societats privades no financeres de forma agregada.

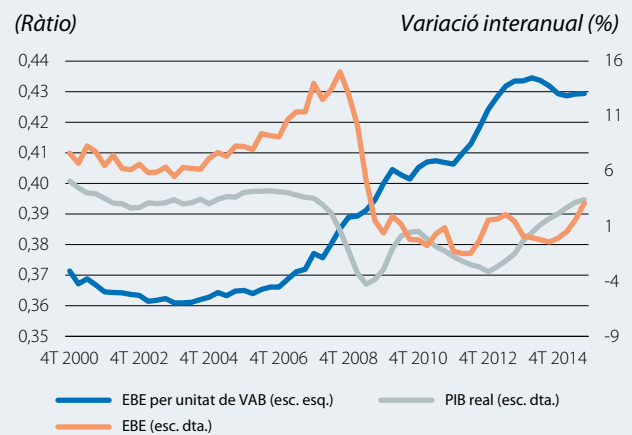
Com s'observa al gràfic, els beneficis empresarials han començat a enlairar-se. En el 3T 2015, l'excedent brut d'exploració (EBE)<sup>1</sup> generat per les societats no financeres va créixer el 3,1% interanual,<sup>2</sup> un augment notable comparat amb la reculada del 0,1% del 2014. De fet, l'EBE es va mantenir gairebé estancat entre el 2008 i el 2014, a causa de la caiguda de les vendes i del tancament de moltes empreses, la qual cosa va trencar una llarga tendència alcista. L'increment dels marges empresarials bruts, resultat de l'esforç en la contenció de costos i en l'augment de la productivitat que moltes empreses van dur a terme per afrontar la caiguda de les vendes, va evitar la caiguda de l'EBE. En efecte, l'evolució temporal de la ràtio entre l'EBE i el valor afegit brut (VAB)<sup>3</sup> de les societats no financeres, una aproximació als marges empresarials bruts a nivell agregat, mostra que han tingut un comportament contracíclic durant l'última fase recessiva.<sup>4</sup> No obstant això, des del 1T 2014, s'observa un canvi de tendència en aquesta ràtio, la qual cosa indicaria que els marges bruts s'ajusten, de forma progressiva, arran de la intensificació de l'activitat econòmica i del creixement de la facturació.

Certament, el principal punt de suport dels beneficis empresarials en l'actual etapa de recuperació és l'increment de les vendes. Les empreses s'han beneficiat del dinamisme del consum privat, afavorit, al seu torn, per la creació d'ocupació i per la millora de la confiança. El VAB va començar a créixer en el 2T 2014 i ha accelerat el ritme d'avanç fins al 3,7% interanual en el 3T 2015. Però, a diferència del que succeeix amb l'EBE, el VAB encara es troba el 6% per sota del nivell precisi.

A més a més, les empreses reben el suport de dos elements addicionals. En primer lloc, la contenció salarial. Tot i que la remuneració dels assalariats va anotar un creixement del 4,1% interanual en el 3T 2015, aquest increment s'explica, íntegrament, per l'augment del nombre d'ocupats (el 3,1% interanual), ja que la remuneració per assalariat continua gairebé estancada (el 0,9% interanual). En segon lloc, la reducció de les despeses financeres, gràcies, sobretot, a la reducció dels tipus d'interès que paguen les empreses pel deute i també, tot i que amb menys pes, a la disminució del nivell del deute. En concret, entre el 2T 2012 i el 3T 2015, les despeses financeres es van reduir en 25.442 milions d'euros. El 87% d'aquesta reducció s'explica pel descens del cost mitjà del deute del 3,0% a l'1,4% i la resta, per la reducció de l'endeutament en aquest període (equivalent a 24 p. p. del PIB).

En definitiva, el 2015 ha estat un bon any per al sector empresarial. A més a més, la revisió dels factors que donen suport a la recuperació suggereix que aquesta tendència positiva es mantindrà el 2016.

### Marge empresarial, EBE i creixement econòmic



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

1. L'EBE és igual al valor afegit brut (VAB) menys la remuneració dels assalariats i els impostos a la producció i a la importació. Cal recordar que l'EBE no pot ser interpretat directament com el benefici empresarial, ja que inclou, entre altres factors, la remuneració del capital i la depreciació.

2. Totes les dades d'aquest Focus són acumulades de quatre trimestres.

3. El VAB és igual a la producció de béns i serveis menys els consums intermedis.

4. S'ha d'entendre aquesta ràtio com una aproximació agregada als marges empresarials, però presenta certs problemes d'interpretació i de mesurament. Vegeu «L'evolució recent dels marges de les societats no financeres», Butlletí Econòmic, desembre del 2013, Banc d'Espanya.

## FOCUS · La demanda d'habitatges agafa embranzida

La recuperació del mercat immobiliari es consolida mes rere mes. Una mostra d'això és que, el 2015, les compravendes d'habitatges es van incrementar l'11,1% en relació amb el 2014. A més a més, tot suggereix que els diferents factors que donen suport a la recuperació del sector es reforçaran en els pròxims trimestres.

A grans trets, els factors que impulsen les compravendes d'habitatges es poden dividir en dos grups. Els factors demogràfics, que incideixen en la formació de noves llars, i els factors econòmics, com la compra d'immobles per motius d'inversió, de canvi d'habitatge habitual o de compra d'una segona residència. Actualment, els factors econòmics són els principals responsables de la recuperació de la demanda d'habitatge. La bona marxa de l'economia, reflectida en un increment de la renda disponible i de la riquesa del conjunt de les famílies, en taxes d'atur més baixes i en una major confiança dels consumidors, és el principal impulsor de la demanda domèstica. A més a més, la millora de les condicions financeres contribueix, també, a la recuperació: la nova concessió de crèdit hipotecari va créixer el 33,4% el 2015 i els tipus d'interès per a l'adquisició d'habitatge es van reduir fins a l'1,98%. D'altra banda, en un entorn d'alta liquiditat, la rendibilitat de l'habitatge,<sup>1</sup> que es va apropar al 4,6% en el 3T 2015, molt per damunt de la d'altres inversions, com el deute públic, incentiva l'afany inversor al sector. En particular, la demanda forana mostra un gran dinamisme. Les compravendes realitzades per estrangers van representar el 19,4% del total en el 3T 2015 (el 8,7% en el 3T 2008)<sup>2</sup> i l'entrada de capital estranger en activitats immobiliàries és cada vegada més significativa. En concret, en el 3T 2015, van entrar 2.670 milions d'euros en termes nets, un registre clarament superior als 1.450 milions del 2013.<sup>3</sup>

La formació de noves llars, en canvi, continua ensopida. En els dos últims anys, el saldo migratori ha estat negatiu, la qual cosa ha provocat una caiguda de la població en termes nets. Això, juntament amb l'impacte de la recessió econòmica, fa que la creació de llars es mantingui en nivells molt baixos. Per exemple, en els dos últims anys, s'han creat, de mitjana, 75.000 llars a l'any, la qual cosa representa, només, el 19% de la formació neta de llars del 2008.

A curt termini, la creació de llars guanyarà intensitat, a mesura que, mitjançant les millores en l'evolució de la taxa d'atur juvenil i de la renda disponible, el creixement econòmic es traslladi a la població en edat d'emancipació. A

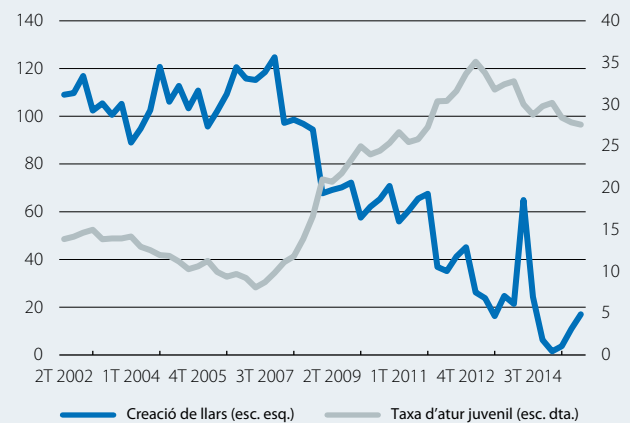
això s'afegirà la demanda d'habitatge latent composta per totes les llars que no es van formar a conseqüència de l'empitjorament de les condicions econòmiques des de l'inici de la crisi (vegeu el primer gràfic).

De tota manera, més enllà de l'impacte que els factors econòmics puguin tenir sobre la creació de llars, tot indica que, a mitjà i llarg termini, els factors demogràfics la mantindran en cotes inferiors a les observades durant l'últim cycle expansiu. Per exemple, segons les estimacions del Banc d'Espanya, a mitjà termini, la creació anual neta de llars se situaria, en l'escenari més favorable,<sup>4</sup> en 238.000.

En resum, la millora del cycle econòmic dona suport a la demanda d'habitatges i reactiva el sector immobiliari. Ara que el cycle alcista es comença a consolidar, és moment de seguir-lo de prop perquè no es tornin a cometre els errors del passat.

### Creació neta de llars i atur juvenil

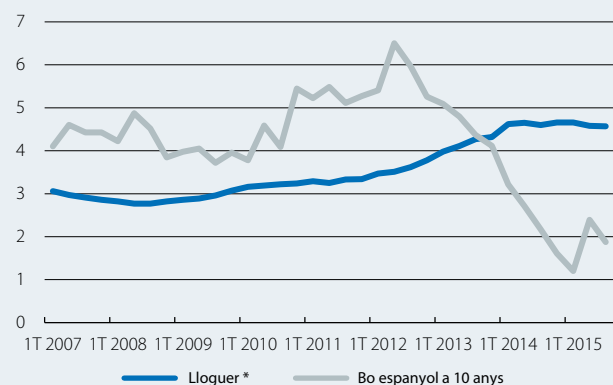
(Milers de llars) (% de la població activa entre 25 i 29 anys)



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

### Rendibilitat del lloguer i del bo a 10 anys

(%)



Nota: \* Es calcula com el lloguer mitjà anual per m<sup>2</sup> dividit pel preu mitjà per m<sup>2</sup> dels 12 mesos anteriors.

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

1. La rendibilitat del lloguer es calcula com el lloguer mitjà anual per m<sup>2</sup> dividit pel preu mitjà per m<sup>2</sup> dels 12 mesos anteriors.

2. Dades acumulades de quatre trimestres.

3. Dades acumulades de quatre trimestres, a partir de «Dades d'inversió estrangera a Espanya», Datainvox, Ministeri d'Economia i Competitivitat.

4. Vegeu «Creació de llars i necessitats d'habitatge nou principal a mitjà termini», Butlletí Econòmic, octubre del 2015.



## PRINCIPALS INDICADORS

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

### Indicadors d'activitat

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
<b>Indústria</b>								
Consum d'electricitat	-0,1	1,5	1,2	-0,1	2,5	2,5	-3,2	...
Índex de producció industrial	1,3	3,2	1,5	3,5	4,0	4,0	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-7,1	-0,3	-3,2	0,9	0,7	0,3	-1,3	-2,7
PMI de manufactures (valor)	53,2	53,6	54,4	54,8	52,8	52,5	55,4	...
<b>Construcció</b>								
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	-7,7	20,0	12,1	17,0	19,7	31,1	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	-5,6	10,7	8,9	10,2	12,2	11,5	...	...
<b>Serveis</b>								
Turistes estrangers (acum. de 12 mesos)	7,2	5,6	6,6	5,9	5,0	4,8	5,4	...
PMI de serveis (valor)	55,2	57,3	56,7	58,3	58,1	55,9	54,6	...
<b>Consum</b>								
Vendes comerç al detall	1,0	3,0	2,5	2,9	3,3	3,4	...	...
Matriculacions d'automòbils	18,4	21,3	31,4	13,6	23,1	17,1	12,2	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	-8,9	0,3	-0,6	1,6	-1,3	1,6	-0,9	-1,4

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

### Indicadors d'ocupació

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	12/15	01/16
<b>Afiliats a la Seguretat Social<sup>1</sup></b>								
Sectors d'activitat								
Indústria	0,1	2,2	1,5	2,2	2,4	2,7	2,8	3,0
Construcció	-1,6	4,7	4,6	5,6	4,6	4,1	3,7	3,3
Serveis	2,2	3,5	3,5	3,7	3,5	3,4	3,3	3,2
Situació professional								
Assalariats	1,4	3,5	3,0	3,8	3,6	3,6	3,6	3,7
No assalariats	2,2	1,9	2,4	2,2	1,7	1,4	1,3	1,1
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
<b>Població ocupada<sup>2</sup></b>	<b>1,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	-	-
<b>Contractes registrats<sup>3</sup></b>								
Indefinits	18,8	12,3	24,1	7,7	9,7	7,6	8,0	4,5
Temporals	13,1	11,2	12,2	11,2	9,7	11,8	15,8	1,9
<b>TOTAL</b>	<b>13,4</b>	<b>11,3</b>	<b>13,2</b>	<b>10,9</b>	<b>9,7</b>	<b>11,5</b>	<b>15,2</b>	<b>2,1</b>
<b>Atur registrat<sup>3</sup></b>								
Menors de 25 anys	-8,2	-11,0	-9,8	-9,3	-13,4	-11,7	-11,8	-12,1
Resta d'edats	-5,3	-7,2	-6,1	-7,4	-7,7	-7,5	-7,6	-7,9
<b>TOTAL</b>	<b>-5,6</b>	<b>-7,5</b>	<b>-6,5</b>	<b>-7,6</b>	<b>-8,2</b>	<b>-7,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>-8,3</b>

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

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

### Preus

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	01/16	02/16
<b>General</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,8</b>
Subjacent	0,0	0,6	0,2	0,5	0,8	0,9	0,9	...
Aliments sense elaboració	-1,2	1,8	0,3	1,9	2,3	2,5	3,3	...
Productes energètics	-0,8	-9,0	-9,7	-6,4	-9,7	-10,2	-10,3	...

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

## Sector exterior

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	10/15	11/15	12/15
<b>Comerç de béns</b>								
Exportacions (variació interanual)	2,5	4,3	4,4	5,4	3,4	-0,8	8,6	4,1
Importacions (variació interanual)	5,7	3,7	2,5	5,8	3,3	-2,2	9,3	3,7
<b>Saldo corrent</b>	<b>10,2</b>	<b>16,7</b>	<b>12,1</b>	<b>14,9</b>	<b>15,8</b>	<b>17,0</b>	<b>16,4</b>	<b>16,7</b>
Béns i serveis	26,0	27,4	27,4	27,5	27,2	27,6	27,6	27,4
Rendes primàries i secundàries	-15,7	-10,7	-15,3	-12,6	-11,4	-10,7	-11,2	-10,7
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>14,7</b>	<b>22,7</b>	<b>15,6</b>	<b>19,0</b>	<b>21,5</b>	<b>22,5</b>	<b>21,9</b>	<b>22,7</b>

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

## Sector públic

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

	2013	2014	1T 2015	2T 2015	3T 2015	10/15	11/15
<b>Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament</b>	<b>-6,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,1</b>	-	...
Estat <sup>1</sup>	-4,9	-3,9	-1,0	-2,1	-2,4	-2,2	-2,6
Comunitats autònomes	-1,6	-1,7	-0,2	-0,9	-1,0	-1,2	-1,3
Corporacions locals	0,6	0,6	0,1	0,2	0,3	-	...
Seguretat Social	-1,1	-1,0	0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
<b>Deute públic (% PIB)</b>	<b>93,7</b>	<b>99,3</b>	<b>99,7</b>	<b>99,3</b>	<b>99,3</b>	-	...

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

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades de la IGAE, el Ministeri d'Hisenda i el Banc d'Espanya.

## Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2014	2015	1T 2015	2T 2015	3T 2015	4T 2015	12/15	Saldo 12/15 <sup>1</sup>
<b>Finançament als sectors no financers<sup>2</sup></b>								
Sector privat	-6,2	-4,1	-4,8	-4,1	-4,2	-3,2	-2,8	1.643,6
Empreses no financeres	-7,0	-4,4	-5,4	-4,3	-4,7	-3,1	-2,4	920,1
Llars <sup>3</sup>	-5,1	-3,7	-4,2	-3,7	-3,6	-3,3	-3,3	723,5
Administracions públiques <sup>4</sup>	6,9	4,2	5,0	4,0	3,8	3,9	3,5	1.069,9
<b>TOTAL</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>2.713,5</b>
<b>Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies</b>								
Total dipòsits	-0,9	-1,0	-1,3	-1,2	-1,1	-0,5	-0,1	1.159,2
A la vista	10,8	18,5	17,9	19,5	18,8	17,7	16,9	384,4
D'estalvi	5,8	12,9	10,5	12,3	13,7	15,2	14,6	254,2
A termini	-7,6	-15,3	-13,5	-15,5	-16,3	-15,8	-15,1	499,1
En moneda estrangera	1,1	5,6	8,9	10,5	5,1	-2,3	-0,8	21,4
Resta del passiu <sup>5</sup>	-8,2	-13,0	-11,4	-11,5	-14,0	-15,1	-20,7	102,5
<b>TOTAL</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>1.261,7</b>
<b>Taxa de morositat (%)<sup>6</sup></b>	<b>12,5</b>	<b>10,1</b>	<b>12,1</b>	<b>11,0</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>	-
<b>Taxa de cobertura (%)<sup>6</sup></b>	<b>58,1</b>	<b>59,2</b>	<b>58,5</b>	<b>60,0</b>	<b>60,6</b>	<b>59,2</b>	<b>59,2</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: CaixaBank Research, a partir de les dades del Banc d'Espanya.

PETROLI: PASSAT, PRESENT I FUTUR

## La convulsa vida del preu del petroli

L'espectacular descens del preu del petroli en els últims anys ha revifat l'interès per l'estudi dels determinants d'aquesta important variable per a l'economia internacional. Els coneixements que brinda l'experiència històrica ajuden a entendre la lògica del que ha succeït.

El marc conceptual de la determinació del preu del petroli és la llei de l'oferta i la demanda, a la qual s'incorporen certs elements singulars d'aquest mercat. Pel costat de l'oferta, de cara al que veurem més endavant, és pertinent destacar-ne sis. Primer: el cru és, en principi, un recurs exhaurible, tot i que els descobriments de noves reserves han estat incessants i de gran envergadura. Segon: els costos d'extracció varien molt en funció de les regions (per la geologia) i al llarg del temps (per les innovacions tecnològiques). Tercer: molts jaciments es troben en països conflictius en termes geopolítics. Quart: alguns dels principals productors han constituït un càrtel (l'OPEP) i un d'ells (l'Àràbia Saudita) gaudeix d'una situació dominant, gràcies a les seves ingents reserves i el baix cost d'extracció. Cinquè: l'elasticitat-preu a curt termini de l'oferta és molt baixa, perquè es requereixen grans inversions i molt temps per augmentar la capacitat productiva i perquè els costos variables són petits en relació amb els fixos; no obstant això, l'elasticitat a mitjà i a llarg termini és notablement major. Sisè: el nombre de barrils extrets diàriament de cada pou baixa amb rapidesa després de la posada en funcionament inicial (declivi per causes geològiques i d'enginyeria).

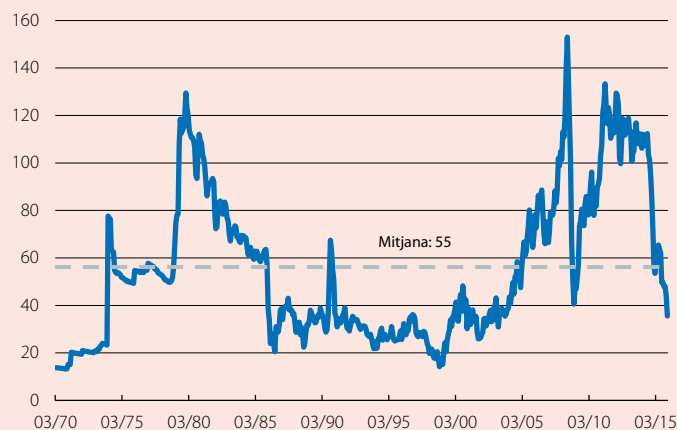
Pel costat de la demanda, els principals trets distintius són quatre. Primer: l'elasticitat-preu a curt termini és baixa, perquè el petroli s'utilitza, bàsicament, en el transport, un servei gairebé de primera necessitat per al qual no existeixen, fins ara, fonts d'energia substitutives a gran escala; no obstant això, a mitjà i a llarg termini, l'elasticitat-preu és sensiblement major (en virtut de canvis en els hàbits del consumidor o gràcies a innovacions tecnològiques en l'eficiència energètica o en les fonts d'energia substitutives, etc.). Segon: l'elasticitat-renda és baixa en els trams de renda inferior i superior, i és alta en el tram intermedi (les famílies que no assoleixen determinat llindar tenen difícil l'accés a un vehicle, mentre que, per a les famílies amb renda elevada, el consum de combustible és poc sensible a les variacions). Tercer: tant el cru com les gasolines i altres refinats es poden emmagatzemar en superfície durant molt de temps, la qual cosa permet atendre les demandes d'estoc per motiu de precaució i per motiu d'especulació (existeixen, a més a més, mercats organitzats de futurs que faciliten la financerització). Quart: el consum de petroli genera importants externalitats negatives (contaminació i canvi climàtic), la qual cosa el converteix en objectiu de les polítiques públiques (impostos, etc.) i de l'activisme social.

La influència combinada d'aquests elements i la seva interacció amb les variables de caire macroeconòmic (intensitat i composició del creixement internacional, tipus de canvi, etc.) han anat modelant la demanda, l'oferta i, en conseqüència, la cotització del cru al llarg del temps. El primer gràfic presenta l'evolució des del 1973 del preu del barril de petroli de la varietat Brent en termes reals, és a dir, expressat en dòlars que mantenen en tot moment el mateix poder adquisitiu que el 2015 (normalitzant-lo, en aquest cas, amb l'IPC dels EUA). Destaquen tres fets estilitzats.

En primer lloc, amb prou feines s'aprecia la tendència alcista a molt llarg termini del preu real que caldria esperar de la seva condició de recurs exhaurible. Malgrat que no es mostri al primer gràfic, paga la pena assenyalar que, des del final del segle XIX (quan l'ús del petroli guanya rellevància) i fins al 1973 (data de l'embargament de l'OPEP com a resposta a la Guerra del Yom Kippur), el preu real va evolucionar de manera força estable dins una franja relativament estreta entre 12 i 35 dòlars del 2015. Aquest comportament quadra bé amb els trets del mercat durant aquella llarga etapa (que alguns anomenen l'«edat daurada» del petroli): sensació d'abundància, extracció

### Preu del petroli en termes reals \*

\$/barril



**Nota:** \* En dòlars del 2015, normalitzat amb l'IPC dels EUA ajustat estacionalment.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

fàcil (només cal pensar en els camps de Texas i dels països àrabs), regulacions estrictes encaminades a controlar el preu i predomini de contractes de llarga vigència entre les parts. El xoc del 1973 va comportar un canvi bruscat cap a un nou règim, caracteritzat per la percepció de ser davant un recurs natural crític per al funcionament de l'economia mundial, amb riscos elevats en relació amb la continuïtat del subministrament, abocats a costos d'extracció creixents i, especialment preocupant, un horitzó més o menys llunyà, però inexorable, d'esgotament de les reserves (*peak oil*). No obstant això, la realitat ha ofert descobriments continus de nous jaciments, fins al punt que, contra el que s'esperava, les reserves provades extraïbles no han deixat de créixer durant aquestes quatre dècades. Primer, per la troballa de camps convencionals en nous enclavaments (Rússia, Veneçuela, Nigèria, etc.) i, després, gràcies als avanços en l'extracció de dipòsits no convencionals (aigües profundes, sorres bituminoses, *shale oil*, etc.). A més a més, tot i que l'explotació d'aquests dipòsits és molt més complexa, les millores tecnològiques i de processos han aconseguit contenir els costos sensiblement per sota del que es temia. Aquests factors expliquen l'absència d'una tendència alcista del preu real durant aquestes quatre dècades. A això s'ha afegit, més recentment, la qüestió del canvi climàtic, que, al capdavall, suscita una percepció creixent (entre productors i consumidors) que difícilment serà viable cremar totes les reserves conegudes de combustibles fòssils, la qual cosa significa que una bona part es podria quedar definitivament sota el sòl (*stranded oil*).

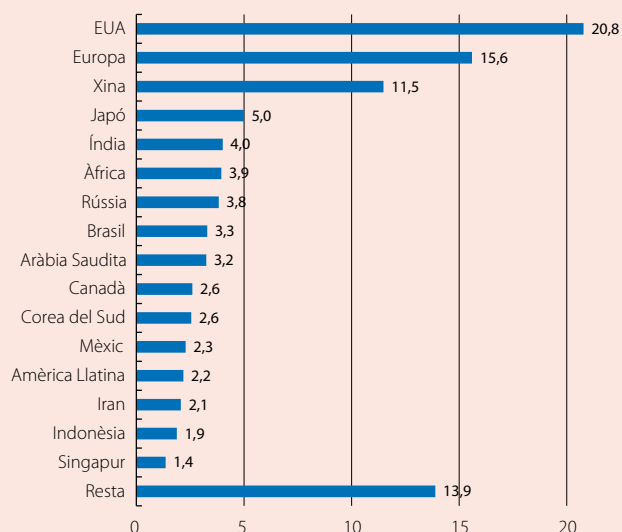
Si alguna cosa diferencia el comportament del preu real del cru des del 1973 en relació amb l'«edat daurada» és el gran augment de la inestabilitat. En efecte, el segon fet estilitzat destacable és la presència de dos grans moviments a mitjà termini (que podríem qualificar com supercicles) i el tercer és l'aparició de múltiples fluctuacions a curt termini.

La gestació dels dos supercicles s'explica raonablement bé a partir de la interacció de tres factors: com a rerefons, el desplegament perllongat d'una demanda de transport anormalment intensa; com a additiu, els canvis en el poder de mercat de l'OPEP, i, com a catalitzador, el joc de les elasticitats a curt i a mitjà termini. El primer supercicle és famós perquè l'inici de la seva fase alcista va tenir lloc de manera sobtada amb l'esmentat embargament del 1973, esdeveniment que va inaugurar una etapa durant la qual l'OPEP es va proposar i va aconseguir regular l'oferta (amb el reforç de la Revolució iraniana del 1978). Però la contribució de la demanda també va ser molt important: durant la segona meitat de les dècades de 1960 i 1970, va tenir lloc un formidable augment del parc d'automòbils als EUA i a Europa, alimentat pel desenvolupament de les classes mitjanes i per l'entrada en edat laboral de la generació del *baby boom*. De fet, aquest context de demanda estructural fort va facilitar la disciplina interna del càrtel. A més a més, atès que les elasticitats a curt termini van ser molt baixes, el preu es va disparar durant un temps per damunt del seu equilibri a llarg termini (amb el plus de l'impacte de la guerra entre l'Iran i l'Iraq el 1980). Però això mateix va plantar les llavors del moviment de retorn, ja que va introduir incentius per moderar el consum de combustible, per millorar l'eficiència dels motors, per buscar fonts alternatives i per buscar nous jaciments. Quan això va succeir i el preu va començar a baixar (amb el factor afegit de la Recessió Volcker del 1981 als EUA), l'OPEP va anar perdent disciplina i es va intensificar la caiguda del preu. Durant una temporada, l'Àrab Saudita va intentar sostenir el preu sacrificant la producció, però, davant la constatació que els canvis en l'oferta i en la demanda serien duradors, el 1986 va renunciar a la seva obstinació i va provocar un important enfonsament del preu (que, en termes reals, va tornar al nivell previ al 1973).

Amb posterioritat, va començar una etapa esquitxada de fluctuacions a curt termini, però sense grans variacions a mitjà termini, fins al 2001, data en què podem situar l'inici del segon supercicle. Els paral·lelismes amb el primer són notables: la Xina va aportar la demanda extra i inesperada de combustible per a transport (vegeu el segon i el tercer gràfics), l'OPEP va recuperar una certa disciplina i les baixes elasticitats a curt termini van exercir el seu paper (amb el plus de l'efecte de la financerització especulativa de les primeres matèries en el marc de la bombolla financera del 2007). Però, un cop transcorregut una mica de temps (i després de la sacsejada de la Gran Recessió), es van activar de nou els incentius per a un augment de l'oferta a mitjà termini, en especial la recerca i la posada en producció de nous jaciments arran de la revolució del *fracking* i del *shale oil*. Aquest fenomen ja va ser ben perceptible cap al 2011-2012, període a partir del qual el preu real va començar un suau declivi. El 2014, la perspectiva de transformació i de desacceleració econòmica a la Xina va incrementar la pressió a la baixa. A partir d'aquí, es va repetir la pauta de l'inici dels vuitanta: l'OPEP va perdre de nou cohesió i, fins avui, no ha fet cap intent seriós de moderar l'oferta. De fet, més aviat s'aprecia una rivalitat aferrissada entre els seus membres per defensar la quota de mercat (sobretot, després de la represa de l'extracció a l'Iran). Un element transcendental ha estat l'estratègia de l'Àrab Saudita, que, per a sorpresa de molts, va decidir, durant el 2014-2015, incrementar la producció, possiblement per la percepció que el *shale oil* i l'*stranded oil* no són fenòmens passatgers, sinó canvis estructurals al mercat del petroli.

**Consum de petroli el 2013**

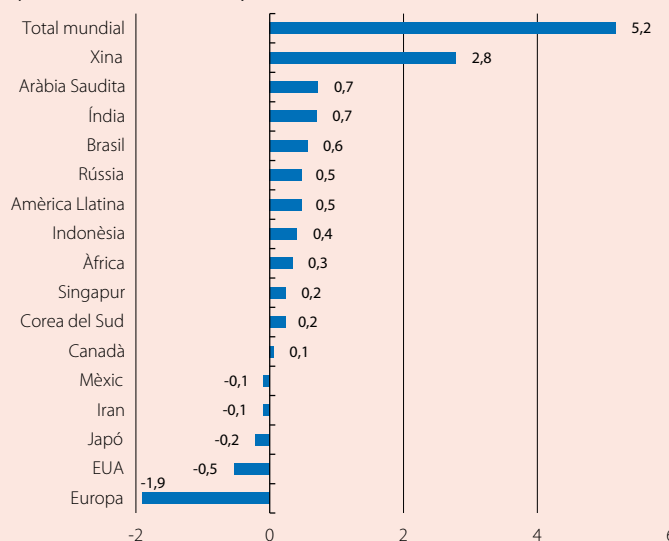
(% total mundial)



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

**Creixement del consum de petroli entre el 2008 i el 2013**

(Milions de barrils diaris)



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

Les fluctuacions a curt termini han presentat perfils variats pel que fa a la intensitat, la durada i la freqüència. La seva aparició ha estat fruit, en general, de dos tipus de causes. Primer, els conflictes geopolítics, com l'esmentada guerra entre l'Iran i l'Iraq entre el 1980 i el 1988, la invasió de Kuwait el 1991 o la Segona Guerra del Golf el 2003. Aquests esdeveniments han provocat repunts sobtats però relativament efímers, ja que no han causat talls perllongats en les cadenes d'extracció i de transport. De fet, el principal mecanisme pel qual han afectat el preu ha estat l'augment de la demanda per motiu de precaució. Segon, les variacions inesperades en el consum de combustibles vinculades al cicle macroeconòmic, com la recessió dels països occidentals el 1991-1992, la crisi asiàtica el 1997, la Gran Recessió el 2009 i la crisi dels països emergents el 2014-2015. Aquestes fluctuacions solen ser més llargues que les geopolítiques i adopten un patró comú: la caiguda inicial del preu desincentiva la inversió en l'exploració de nous pous i, al cap d'uns pocs mesos, la capacitat efectiva de producció disminueix a causa del declivi, de manera que, quan es recupera la demanda de combustibles, aflora una escassetat que es tradueix en repunts intensos del preu del cru.

En definitiva, en els últims anys, els factors a curt, a mitjà i, fins i tot, a llarg termini, i tant pel costat de l'oferta com de la demanda, han confluït com una tempesta perfecta sobre el preu del petroli. Després del seu ràpid enfonsament, ara cotitza a un nivell similar, en termes reals, al del període 1986-2001 i només una mica per damunt del prevalent durant l'«edat daurada». Aquest episodi ha estat, sens dubte, un dels més remarcables d'una vida ja prou agitada. El següent article d'aquest Dossier presenta algunes claus sobre els capítols que ens esperen d'ara endavant.

*Departament de Macroeconomia,  
Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank*



## Perspectives del preu del petroli

Ningú reivindica haver predit, ni tan sols des de lluny, l'espectacular enfonsament del 75% que va patir el preu del petroli entre el juny del 2014 i el desembre del 2015. El caràcter absolutament excepcional de la confluència de forces que es va produir en un període de temps tan breu és una disculpa comprensible. Però la veritat és que aquesta variable ha tingut gairebé sempre el rebel costum de frustrar els pronòstics dels experts. Amb aquests precedents, convé considerar els exercicis de prospectiva amb cautela, gairebé com a referències orientatives. En aquest sentit, i encara amb la tempesta activa, la nostra valoració apunta, amb elevada convicció, cap a un preu a mitjà termini (uns cinc anys) clarament per damunt de l'actual. El camí fins llavors està ple d'incògnites, tot i que el més probable és que la recuperació ja sigui perceptible abans d'acabar enguany. Pel que fa al llarg termini, no sembla que hi hagi motius perquè el preu mitjà en termes reals s'allunyi gaire del nivell observat en les quatre últimes dècades.

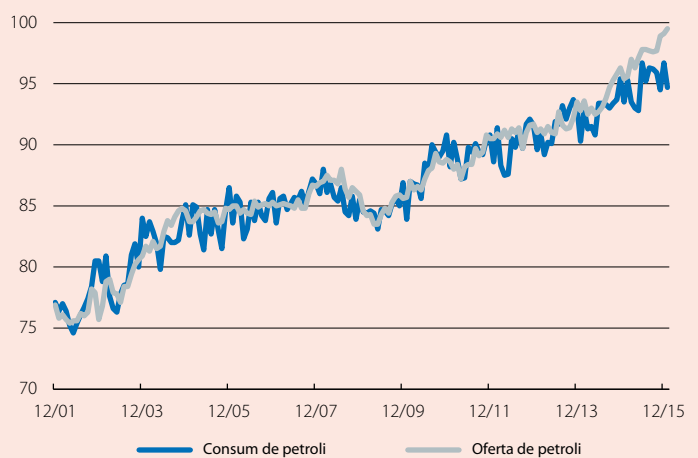
L'escenari d'una pujada significativa del preu del cru a mitjà termini es basa en factors de demanda i d'oferta, que interaccionaran seguint un patró similar al que ha ofert l'experiència històrica descrita en l'article previ d'aquest Dossier. Al costat de la demanda, l'evolució econòmica dels països emergents, amb la Xina al capdavant, serà el determinant clau. Conflueixen aquí les dimensions cíclica i estructural. Pel que fa a la primera, pensem que la majoria d'economies emergents aconseguiran, no sense ensopegades, recuperar el pols després de diversos anys d'adversitats. Els problemes van aparèixer per la suma de certs desequilibris interns (dèficit per compte corrent, inflació, etc.), per les perturbacions derivades de les anades i vingudes dels fluxos de capital internacionals (provocades, al seu torn, per la política monetària de la Reserva Federal i d'altres bancs centrals dels països desenvolupats) i per la transformació i la desacceleració de l'economia xinesa (que frena el consum de primeres matèries). Possiblement, la primera part del 2016 serà la vall d'aquest cicle, i, contra el pessimisme ara regnant, la recuperació no trigarà a començar. L'estabilització de l'economia xinesa, que ha d'assolir el desitjat i saludable canvi de model sense descarrilar, és un requisit bàsic. Si, com esperem, això és el que succeeix, les condicions seran propícies per al desplegament de forces estructurals, a la Xina i a altres importants països emergents, que conduiran a un notable augment de la demanda de cru.

En efecte, més enllà dels inevitables cicles, és evident que, d'ençà que es va superar la crisi asiàtica de la segona meitat de la dècada de 1990, el desenvolupament industrial i el progrés social (expansió de les classes mitjanes) van guanyar consistència als països emergents, de manera que molts s'han apropiat o han superat els llindars que acceleren la demanda de transport. Anys enrere, el petroli mereixia el sobrenom d'«or negre», ja que, realment, era prohibitiu. Però els països no desenvolupats tenen una quota cada vegada més elevada del PIB mundial, tant si es mesura en paritat de poder adquisitiu com en dòlars corrents. Aquest progrés comporta un augment molt significatiu de les flotes de vehicles industrials i, en especial, l'arribada de moltes famílies als nivells de renda que permeten la compra d'un automòbil. Per exemple, el 2015, les vendes de vehicles privats a la Xina van arribar als 15 milions (prop dels 17 milions dels EUA). Atès que només el 25% de les famílies xineses disposen d'automòbil (enfrent del 95% als EUA), encara queda molt camí per recórrer en aquest país. I, després de la Xina, vindran, en un futur proper, altres països, com l'Índia, Indonèsia, Pakistan, Bangladesh, el Brasil o Turquia, que sumen més de 2.000 milions d'habitants.

A les economies desenvolupades, el principal motiu per esperar un cert augment de la demanda de cru a mitjà termini és d'un altre caire: les condicions actuals de petroli barat tendeixen a propiciar i a consolidar hàbits de consum esbiaixats cap a les gasolines i desincentiven la inversió (privada i pública) en eficiència energètica i en el desenvolupament de fonts alternatives (per exemple, en l'àmbit del cotxe elèctric). Possiblement, la magnitud d'aquest factor no deu ser gaire important, ja que el preu de les gasolines ha baixat molt menys que el del cru a causa dels impostos fixos que recauen sobre les primeres. On la influència dels actuals preus baixos del petroli es percebrà clarament a mitjà termini serà al costat de l'oferta. Per deprimir-la. Les xifres del

### Consum i oferta mundial de petroli

Milions de barrils diaris



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Energy Intelligence Group.

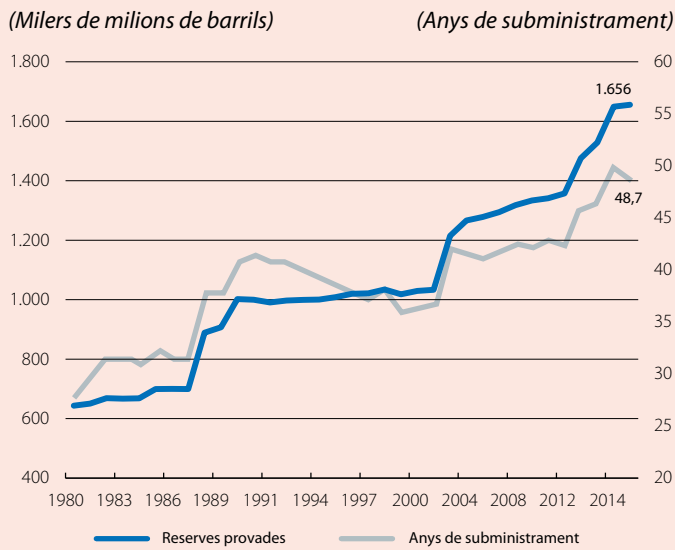
2015 posen de manifest que ja es produeix una reculada brusca de la inversió en exploració i en producció per part de les companyies petrolieres internacionals. I també cal esperar un descens dels recursos financers i tècnics destinats als programes de recerca i desenvolupament, que són la font última de les millores de productivitat en els jaciments. Això afectarà la capacitat d'extracció dels pròxims anys. De fet, hi ha motius per pensar que aquest fenomen serà més intens que en el passat. Un primer motiu és que el declivi (per motius geològics, del nombre diari de barrils que s'extreuen d'un pou, llevat que es duguin a terme inversions addicionals per aprofundir en la perforació o per potenciar el bombeig) es manifesta, en l'actualitat, en una taxa (o velocitat) superior a la del passat. Això és així per als camps convencionals (perquè ja han anat perdent molta pressió), però, sobretot, per als pous de *shale oil* (molts dels quals solen perdre cada any la meitat de producció diària). Un segon motiu també afecta amb especial gravetat el segment del *shale*: el descens del preu del cru ha estat tan bruscat i inesperat que moltes empreses pateixen serioses dificultats financeres. Si aconseguen sobreviure, retallar la inversió és un mal menor, però moltes, ofegades pel deute, sucumbeixen, amb els consegüents efectes negatius sobre el capital físic, humà i tecnològic al conjunt del sector. Aquests problemes es manifesten, també, en determinats països productors que pateixen desequilibris macroeconòmics greus (dèficits públic i de compte corrent), necessitats socials urgents i riscos creixents d'inestabilitat política. Els casos de Rússia, de Veneçuela, de Nigèria o d'Angola són alguns dels més preocupants. Sotmesos a les pressions d'aquest context, els respectius Governos retallen les inversions en capacitat extractora i, fins i tot, en manteniment de les instal·lacions, la qual cosa no trigarà gaire a limitar l'oferta. De fet, amb l'agreujant de la miopia característica d'aquests països, escuren a molt curt termini les possibilitats de producció, la qual cosa contribueix a enfonsar encara més el preu actual. Paral·lelament, intenten aconseguir un cert respir pressionant l'Àrabia Saudita i l'Iran perquè assumeixin el sacrifici de contenir la producció. Això ens situa davant del tercer gran determinant a mitjà termini: el règim competitiu entre els productors.

El factor clau perquè el descens del preu del cru, que havia començat el 2011 i transcorria de forma molt gradual, es precipités a l'estiu del 2014 va ser el canvi d'actitud de l'Àrabia Saudita. Gràcies a les seves enormes reserves i a un cost d'extracció molt baix, el país pot absorbir millor que ningú els xocs transitoris que es produeixen al mercat de cru (*swing producer*). Això és el que va fer durant el 2012-2013, quan l'arribada del *shale oil* al mercat va començar a ser rellevant, i amb el primer cop a les economies emergents (després de l'anunci de la Reserva Federal sobre la finalització del QE). A l'estiu del 2014, els saudites van canviar la tàctica de mantenir el preu a la zona dels 100 dòlars per la de defensar la seva quota en la producció global. És molt possible que adoptessin aquesta decisió després d'arribar a la conclusió que la revolució *shale* no és un fenomen efímer o marginal i que l'alentiment de la Xina i la fase d'ajust en altres emergents no serien cosa de pocs mesos. Amb aquest canvi, l'Àrabia Saudita aconsegueix dos objectius. En primer lloc, frena un competidor, el *shale* dels EUA, els costos d'extracció del qual són elevats i superen ara el preu del petroli. En segon lloc, complica els plans de l'Iran d'augmentar la producció davant l'expectativa, confirmada recentment, que s'aixecarien les sancions internacionals que li impediend vendre lliurement al mercat. L'Iran té potencial (també pels seus privilegiats volums de reserves i pels costos de producció) per disputar a l'Àrabia Saudita el lideratge de l'OPEP. I, a més de les consideracions econòmiques, cal recordar que l'Àrabia sunnita sosté una creixent rivalitat politicoreligiosa amb l'Iran xiïta. Sembla que els propòsits saudites es compliran, però encara no estan assegurats, de manera que aquesta estratègia agressiva es pot allargar durant un temps (disposa d'un bon matalàs de divises estrangeres i un nivell baix de deute públic). No obstant això, la lògica indica que, a mesura que els productors de costos elevats com el *shale* siguin expulsats i que la recuperació dels països emergents es materialitzi, previsiblement l'Àrabia Saudita maniobrarà per facilitar i per aprofitar un context de preus més alts que els actuals.

En suma, el creixement de la demanda dels emergents, la reculada actual de les inversions en capacitat i la suavització de la rivalitat entre els productors són els tres motius per esperar un augment del preu del cru a mitjà termini. La nostra previsió és de 70-75 dòlars el 2020, un augment considerable que comportaria el retorn a cotes superiors a la mitjana històrica en termes reals. Aquest tipus de sobreacció ja ha succeït en el passat davant de dinàmiques anàlogues a la que presentem. De fet, per arribar a cotes superiors als 100 dòlars, que, en aquesta ocasió, no sembla raonable esperar (caldrien grans sorpreses en els factors esmentats; en particular, l'expansió del parc automobilístic als països emergents).

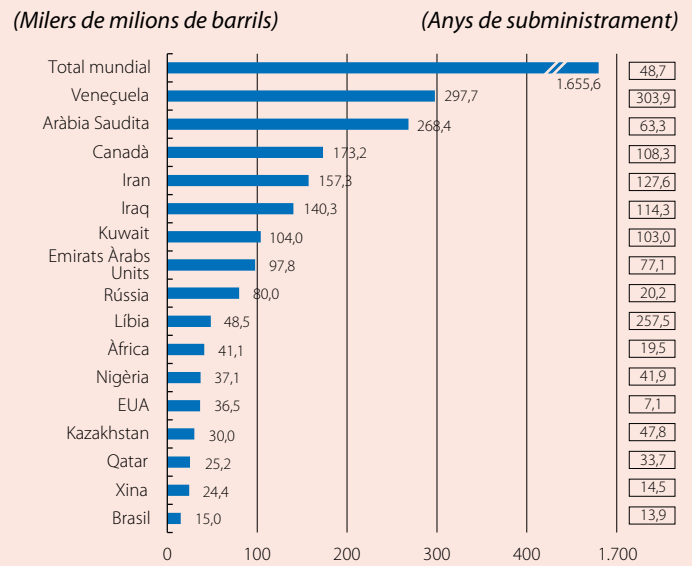
La tònica que podria seguir el preu fins a la referència indicada és difícil d'anticipar. El més probable és que sigui una alça gradual des de la segona meitat d'enguany, gràcies, en primer lloc, a la reactivació de l'economia global, que es troba en una fase de desacceleració que afecta també els països desenvolupats. Els efectes de la subinversió i de l'expulsió del *shale* es començaran a percebre el 2017 i seran poderosos des del 2018, la qual cosa propiciarà un impuls addicional al preu. Però la rivalitat Àrabia Saudita-Iran i, al seu voltant, les decisions del conjunt de l'OPEP i d'altres productors destacats, com Rússia, són una gran incògnita, que pot generar, abans de reconduir-se i en qualsevol moment, fortes dosis de volatilitat.

### Evolució de les reserves provades i dels anys de subministrament \*



**Nota:** \* El nombre d'anys de subministrament es calcula prenent la dada de producció més recent.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'EIA.

### Reserves provades per país i per anys de subministrament \*



**Nota:** \* El nombre d'anys de subministrament es calcula prenent la dada de producció més recent.  
**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades de l'EIA.

De fet, l'estratègia saudita (i d'altres països de la seva òrbita, com Kuwait o Qatar) també pot estar influïda per un factor a llarg termini que va guanyant rellevància: les implicacions del risc del canvi climàtic per al sector internacional de l'energia. Com s'ha exposat a l'article previ d'aquest Dossier, no es descarta en absolut la possibilitat que una gran part de les reserves provades de combustibles fòssils (petroli, gas natural i carbó) quedin per sempre sota el sol si, com cal esperar, els Governos i els agents rivats acaben fent seu l'objectiu de limitar les emissions de CO<sub>2</sub> alliberades a l'atmosfera. L'establiment d'impostos i de restriccions al diòxid de carboni i el foment de programes públics i privats de recerca en fonts alternatives i d'eficiència poden fer-la realitat. Certament, un repte d'aquesta magnitud requeriria molt de temps, però l'Aràbia Saudita és conscient que té reserves de cru una mica superiors a 60 anys del seu volum actual de producció i que, a nivell global, la xifra arriba als 50 anys (vegeu els gràfics dos i tres). En funció del mapa d'escenaris (econòmics, polítics, tecnològics, etc.) que estigui contemplant, hi ha la possibilitat que la maximització del valor present de totes les seves vendes futures li aconselli no sacrificar quota i tolerar o, fins i tot, propiciar un preu que elimini o afebleixi els rivals. De fet, des d'un enfocament a molt llarg termini, la competència inclou també la resta de fonts, com el carbó (que emet molt més CO<sub>2</sub>, però és molt més barat), el gas natural (que n'emeta menys), la nuclear, la hidroelèctrica o les renovables. Les innovacions tecnològiques exerciran un paper crucial en aquesta competència. Ara com ara, segons el nostre parer, suggereixen que la dinàmica a llarg termini del preu del petroli no s'allunyarà de l'observada durant les quatre últimes dècades: oscil·lacions, previsiblement tan fortes o més que en el passat, al voltant d'un nivell estable en termes reals equivalent a uns 55 dòlars actuals. Si es això confirma, seria prolongar el comportament propi d'un recurs exhaurible que no s'esgotarà i validaria la famosa cita del xeic Zaki Yamani, ministre saudita del Petroli durant els convulsos anys setanta i vuitanta: «L'Edat de Pedra no va acabar perquè s'esgotessin les pedres».

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

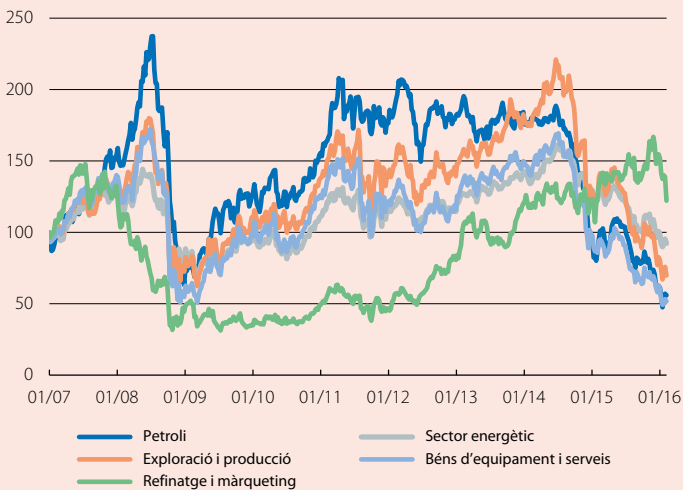
## Estabilitat financera i petroli barat: benedicció o maledicció?

En poc més d'un any i mig, la cotització del barril de petroli ha passat dels 115 dòlars al voltant dels 30. Aquest ràpid i intens enfonsament ha estat un important focus de tensions als mercats financers internacionals. Inversors i reguladors temen les conseqüències que pot comportar per a l'estabilitat financera global un escenari en què persisteixin els baixos preus del petroli. Certament, hi ha més motius per a la prudència que per a la complaença.

De fet, el mal comportament dels actius amb risc en els últims mesos es pot atribuir, principalment, a tres factors: un factor comú que afecta el sector energètic i la resta de sectors (vinculat a les perspectives de creixement global), un segon factor que impacta específicament sobre el mateix sector energètic (el preu del petroli) i, finalment, un factor de possible contagi des d'aquest sector cap a la resta. L'elevada correlació entre l'evolució dels preus del cru i de les borses respon, en bona part, al factor comú esmentat: el temor a una desacceleració brusca del creixement econòmic global, que, atès el conjunt d'indicadors d'activitat, sembla exagerada. Un temor que sorgeix, en gran part, de l'evidència de l'alentiment de l'economia xinesa, de la recessió d'emergents importants com el Brasil i Rússia i, més recentment, de la feblesa que ha mostrat el pols de l'economia nord-americana. Tot plegat ha contribuït a intensificar la pressió a la baixa sobre el preu del petroli, l'origen de la qual es troba en elements d'oferta (vinculats, en particular, a la irrupció del *shale oil*, a la reincorporació de l'Iran al mercat internacional i a l'estratègia de l'Àràbia Saudita).

### EUA: petroli i índexs borsaris del sector energètic

Índex (100 = gener 2007)



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

Una part considerable del descens dels preus de les accions és deguda al sever correctiu que han registrat els actius més exposats al sector de l'energia. En termes borsaris, els sectors energètics s'han situat a l'epicentre del mal comportament de les borses en els últims trimestres. Des que el preu del cru va començar a enfonsar-se al juny del 2014, l'índex MSCI global d'energia ha reculat el 45%, mentre que, als EUA, la reculada del sector en borsa ha assolit el 40% i, a Europa, la correcció ha estat del 30%. Als EUA, el sector de l'exploració i de la producció de cru (en anglès, activitat *upstream*) n'ha sortit particularment perjudicat, tal com ho reflecteix una caiguda acumulada superior al 70%. Així mateix, la indústria d'equipament i de serveis d'enginyeria per a les activitats del gas i del petroli també ha registrat un fort correctiu en borsa, per culpa de l'estreta relació que té amb el cicle d'inversió al sector amb el preu del cru i, en particular, a causa de l'aturada que han patit les inversions en *shale oil* als EUA. En sentit positiu, cal destacar l'evolució del sector del refinatge i del màrqueting (*downstream*), el funcionament del qual en relació amb la resta de subsectors ha estat molt satisfactori durant el *sell-off* del petroli. No desentonada, per tant, el fet que les companyies petrolieres més diversificades del negoci hagin trampejat millor el temporal. En última instància, caldria esperar que, en casos com el dels EUA, la zona de l'euro o el Japó, els efectes positius derivats de l'abaratiment dels costos energètics, dels quals es beneficien la majoria de les companyies que integren els respectius índexs borsaris, s'acabin imposant sobre els efectes negatius. No obstant això, la validesa d'aquest últim punt està subjecta a matisos importants, com s'exposarà més endavant.

La renda variable no és l'únic focus de turbulències. El mercat de renda fixa corporativa va ser dels primers a emetre senyals de feblesa pocs mesos després que el petroli comencés a enfonsar-se. Les primes de risc dels bons corporatius del sector energètic escenifiquen la difícil situació que travessa el sector, sobretot als EUA. En aquest país, la *yield* dels bons energètics del segment especulatiu (*high yield*) va experimentar un augment fulgurant durant l'últim any, que la va dur a aconseguir el 19%, en comparació amb la *yield* del 10% del conjunt del mercat de deute amb grau especulatiu, un diferencial que es troba en màxims històrics. Expliquen aquesta evolució l'empitjorament de les perspectives de beneficis, el deteriorament de variables relatives als

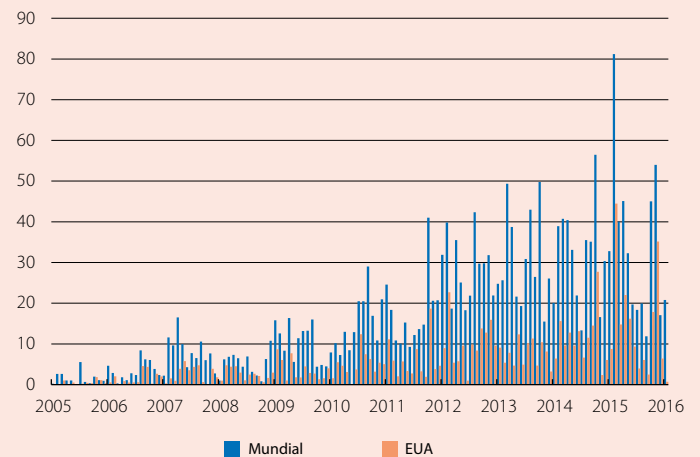
balanços empresarials i, en especial, la magnitud de l'endeutament de les companyies energètiques, un fenomen que no havia estat present, si més no amb la dimensió que ha adquirit avui dia, en anteriors crisis del petroli. Segons les dades del BIS, el saldo viu de bons de les companyies del sector del petroli i del gas va créixer a una taxa anual del 15% entre el 2008 i el 2014, per damunt de la de la resta de sectors, fins a arribar als 1,4 bilions de dòlars el 2014, en relació amb els 455.000 milions del 2008.<sup>1</sup> Malgrat que l'escenari més preocupant es limita a l'espectre de deute amb baixa qualificació, els problemes han començat a escalar cap al segment del grau d'inversió, considerat molt segur. En els dos primers mesos de l'any, l'agència de qualificació Standard & Poor's ha rebaixat el *rating* de 13 companyies energètiques en aquest segment, una xifra que crida l'atenció si es compara amb les 18 del 2015 o les 10 del 2014. Només als EUA, l'onada de revisions a la baixa de les qualificacions creditícies ha comportat que cinc empreses energètiques hagin perdut la condició de grau d'inversió, una tendència que es podria intensificar en els pròxims mesos.

El palanquejament del sector energètic, que s'ha anat gestant arran d'unes condicions monetàries globals extraordinàriament laxes, representa un risc, ja que els seus efectes es podrien traslladar del sector energètic a altres mercats i al conjunt de l'economia real. Un aspecte especialment sensible està relacionat amb els efectes perniciosos derivats de l'excés d'endeutament sobre la inversió en capital (*capex*), no solament del sector energètic, sinó també d'altres segments del teixit empresarial interconnectats amb aquest últim.<sup>2</sup> D'altra banda, la concentració geogràfica i sectorial és un aspecte addicional que cal vigilar. El fet que un gran nombre de països emergents depenguin de les exportacions de cru introdueix un element de fragilitat considerable. Casos com els de Rússia i Veneçuela són paradigmàtics. En particular, l'enfonsament dels preus del petroli ha perjudicat molt la recaptació fiscal i, per tant, la sostenibilitat del deute sobirà d'aquests i d'altres països. En el context petroler actual, la probabilitat que es produeixin episodis de contagi als mercats de deute corporatiu o de deute sobirà no és menyspreable.

Finalment, l'exposició bancària al sector energètic també podria constituir un factor addicional de risc. Segons les dades de Bloomberg, representa entre l'1% i el 5% del total del crèdit bancari per a la majoria d'entitats a nivell internacional, una magnitud que sembla prou modesta per no provocar grans turbulències. Se situa, per exemple, a molta distància del 44% assolit pel crèdit hipotecari als EUA el 2007. No obstant això, la crisi financera global posterior a la implosió de les hipoteques *subprime* va posar de manifest fins a quin punt pot ser nociva la materialització de riscos de cua que no es calibren de forma convenient. Per bé que és cert que res no es manifesta amb tanta claredat en perspectiva com en retrospectiva, els ensenyaments d'aquell període són valuosos.

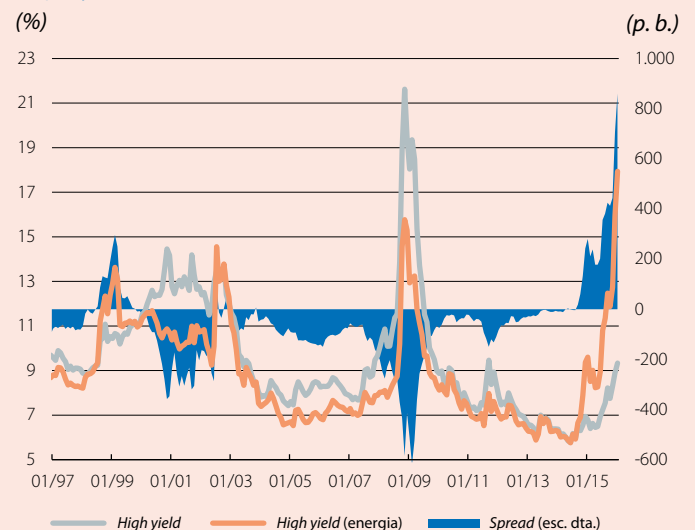
### Sector energètic: emissió de bons

(En milers de milions de dòlars)



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

### Sector energètic: rendibilitat del mercat high yield nord-americà



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Bank of America Merrill Lynch.

1. Per a una exposició interessant sobre les dinàmiques del preu del petroli i de l'endeutament, vegeu Domanski, D., Kearns, J. *et al.*, «Oil and Debt», BIS Quarterly Review, març del 2015.

2. D'acord amb els arguments presentats per Banerjee, R., Kearns, J. i Lombardi, M. «(Why) is Investment Growth Weak?», BIS Quarterly Review, març del 2015.



De tot l'anterior es desprèn que la caiguda vertiginosa dels preus del petroli, d'una banda, i el palanquejament, de l'altra, han activat vulnerabilitats que es podrien reforçar i alimentar entre si. Així i tot, sembla poc probable que tingui lloc un contagi de caràcter sistèmic als mercats de renda fixa i d'accions que acabi impactant de forma molt significativa sobre l'economia real. No obstant això, la premissa que l'enfonsament del petroli és un joc de suma zero entre uns països i uns altres és molt discutible. Si més no, a curt termini.

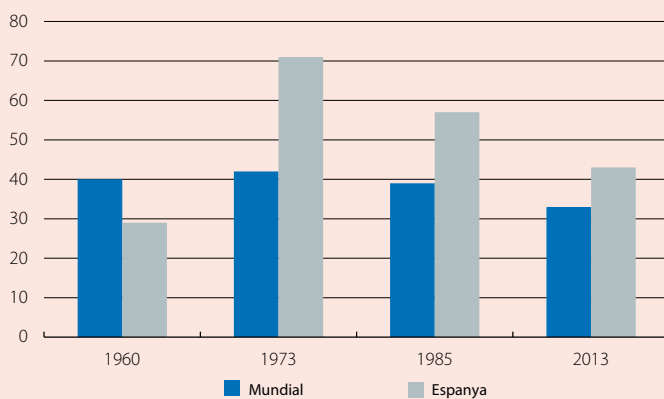
*Carlos Martínez Sarnago*  
*Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank*

## L'economia espanyola i el petroli: una relació estreta

El descens del preu del petroli afavoreix la recuperació de l'economia espanyola. Com que amb prou feines disposa de jaciments propis, Espanya ha d'importar gairebé la totalitat del que consumeix. I es tracta de quantitats molt significatives, ja que el model energètic del país atorga un paper protagonista al cru: representa el 41% de l'energia primària total.<sup>1</sup> En conseqüència, un petroli barat és un factor clarament positiu per al conjunt de l'economia espanyola. En aquest article, analitzem l'impacte que l'abaratiment de la factura petrolera té sobre algunes variables macroeconòmiques clau (saldo corrent, PIB i inflació) i com esperem que evolucionin a partir de la nostra previsió d'augment moderat del preu en els pròxims trimestres. Com veurem, l'economia espanyola és més sensible a l'evolució del preu del cru que la majoria de les seves homòlogues desenvolupades, la qual cosa s'explica, en bona part, per unes polítiques energètiques que, al llarg dels anys, no han aconseguit substituir-lo per fonts alternatives. Comencem, doncs, amb un breu viatge al passat.

### Espanya i món: ús de petroli

(% de l'energia primària total)



**Nota:** Una font d'energia primària és la disponible a la natura abans de ser transformada en energia final.

**Font:** CaixaBank Research, a partir d'Economia Industrial, núm. 394, Ministeri d'Indústria, Energia i Turisme (2014).

El 1960, en un context d'industrialització incipient i d'escassa obertura a l'exterior de l'economia espanyola, el petroli representava, només, el 29% de l'energia primària, enfront del 40% a nivell mundial. Entre el 1960 i el 1973, va tenir lloc un increment molt intens del consum de petroli, propiciat per un desenvolupament econòmic sense precedents, per la progressiva obertura internacional, pel baix preu del cru i per les polítiques públiques. La taxa anual acumulativa va arribar fins al 15%, molt per damunt del creixement del 8% registrat per la demanda d'energia primària. Fruit d'això, el 1973, el petroli va acaparar el 71% de l'energia total consumida i va superar amb escreix la mitjana mundial, que s'havia mantingut estable al voltant del 40%. En aquests anys, el Govern considerava el sector energètic com una activitat estratègica, i la política energètica estava enfocada, gairebé exclusivament, a assegurar l'aprovisionament extern de cru.

Aquesta tendència alcista en la quota del consum petroler es va truncar després del gran xoc al mercat internacional del cru del 1973. El primer Pla Energètic Nacional, del 1975, va promoure el desenvolupament del carbó i de l'energia nuclear com a substituïts del petroli, de manera que el seu pes es va reduir de forma progressiva fins al 57% el 1985. En els tres lustres posteriors, entre el 1986 i el 2001, el preu del petroli es va mantenir baix i estable, però això no va impedir que continués perdent importància en el mix energètic espanyol, a causa del desplegament de la xarxa de gas, que va permetre una major diversificació de les fonts energètiques a favor del gas natural. Amb el canvi de segle, va arribar l'auge de les plantes d'energia renovable (en especial, eòlica i solar), gràcies a una creixent preocupació mediambiental i, en especial, a una política de compensació que garantia la rendibilitat de la inversió en termes molt favorables. Així, la producció d'energia renovable va créixer el 94% entre el 2004 i el 2014 i, en l'actualitat, aporta el 15% de l'energia primària total. El petroli, mentrestant, va perdre de nou pes fins al 41% actual, tot i que se situa encara sensiblement per damunt del 33% de la mitjana mundial. Completen el quadre de fonts d'energia primària a Espanya el gas (21%), el carbó (10%) i la nuclear (13%).

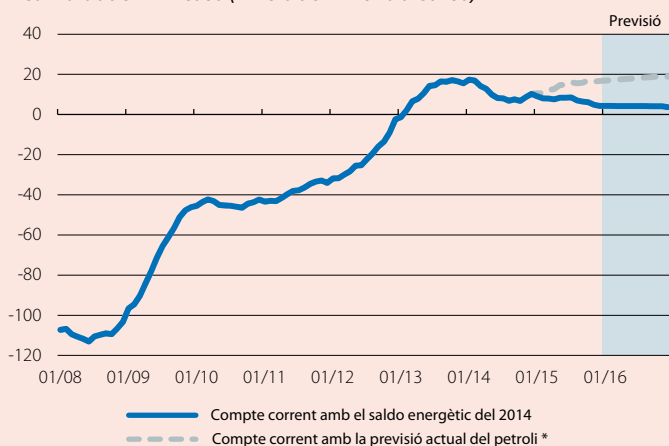
Malgrat el camí recorregut per diversificar les fonts energètiques, la dependència del petroli importat continua sent molt elevada.<sup>2</sup> En conseqüència, una reducció del seu preu comporta un important estalvi en la factura energètica que anualment es transfereix a l'exterior. Per quantificar aquest estalvi, convé analitzar l'evolució experimentada pel saldo energètic del país.<sup>3</sup>

1. S'entén per font d'energia primària la disponible a la natura abans de ser transformada en energia final (per exemple, l'electricitat és energia final, però no primària).  
 2. Segons el balanç energètic de l'OCDE, l'índex d'autosuficiència (ràtio entre la producció de fonts energètiques primàries i el consum) a Espanya és del 0,30, mentre que, per a la mitjana de l'OCDE, és del 0,78. La diferència en l'índex d'autosuficiència del petroli és encara més elevada: 0,01 a Espanya i 0,57 a l'OCDE.  
 3. Analitzem el saldo energètic total, i no les importacions de petroli, per dos motius. En primer lloc, el petroli i els seus derivats representen el 75% de les importacions energètiques, i el gas, el 20%. Atès que els preus del petroli i del gas estan molt relacionats entre si (generalment, els contractes de gas estan indexats al preu del cru), és convenient analitzar totes les fonts energètiques agregades. En segon lloc, Espanya du a terme importants labors de refinatge, de manera que, tot i no disposar de reserves petroleres importants, exporta productes energètics refinats, el valor dels quals també s'ha reduït (-28% el 2015).

El dèficit energètic va arribar als 27.417 milions d'euros el 2015 (el 2,5% del PIB), xifra que cal comparar amb els 39.840 milions d'euros del 2014 (el 3,8% del PIB). És a dir, la reducció del 35% del preu del barril denominat en euros (de 74,5 euros de mitjana el 2014 a 48,3 el 2015) ha comportat un estalvi de més d'un punt del PIB. Es tracta d'una xifra molt rellevant, que, malgrat tot, només ha permès millorar el superàvit per compte corrent fins a l'1,5% del PIB el 2015, des de l'1,0% del 2014, a causa del notable deteriorament simultani del saldo no energètic, que, d'alguna manera, ha quedat dissimulat. Dit d'una altra manera, si el dèficit energètic s'hagués mantingut en el nivell del 2014, el superàvit per compte corrent s'hauria deteriorat fins al 0,4% del PIB el 2015. De cara al 2016, el petroli barat continuarà donant suport a la millora del compte corrent. Les nostres previsions contemplen un preu de 39,6 euros per barril, el 18% per sota de la mitjana del 2015, la qual cosa comportarà un estalvi addicional equivalent al 0,3% del PIB. La millora del saldo energètic, per tant, serà ja modesta, la qual cosa evidenciarà que, per assolir un equilibri exterior sostenible de l'economia espanyola, és indispensable aprofundir en els guanys de competitivitat que permetin millorar el saldo no energètic.

### Saldo del compte corrent

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



Nota: \* Previsió del preu del petroli el 2016 de 39,5 euros el barril.

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

20 trimestres, l'impacte d'una reducció del 10% del preu del petroli en el PIB espanyol és de 0,5 punts,<sup>7</sup> un efecte sensiblement superior a la mitjana de la zona de l'euro (de 0,3 punts) i superat, només, per Irlanda, per Finlàndia i per Portugal. Així, doncs, atès el lapse de temps necessari perquè la caiguda del preu del petroli impacti en el creixement, l'efecte sobre el PIB el 2016 pot ser, fins i tot, superior al del 2015.

Finalment, una tercera variable macroeconòmica molt afectada pel petroli, i per la seva volatilitat, ha estat la inflació. En efecte, les revisions a la baixa de la inflació al llarg del 2015 han estat contínues i substancials a mesura que l'enfonsament del preu del cru superava tots els vaticinis. Per exemple, fa un any, prevèiem una inflació general a Espanya del 0,3% per al 2015, que va acabar sent del -0,5%, i de l'1,6% per al 2016. La nostra previsió actual és del 0,1%. Al conjunt de la zona de l'euro, ha succeït gairebé el mateix, amb implicacions importants per a la política monetària. En principi, una desviació a la baixa de la inflació (no ja en relació amb les previsions dels analistes, sinó amb l'objectiu del banc central) no hauria de ser motiu de preocupació si respon als preus del cru, ja que no indicaria que l'economia opera per sota del seu potencial. No obstant això, un període llarg d'inflació anormalment baixa podria acabar influïent en les expectatives d'inflació i, per aquesta via, allargar i intensificar la desviació. Per desgràcia, aquestes expectatives han flexionat a la baixa, circumstància que explica, en bona part, el to més acomodaticí mostrat pel BCE en els últims mesos.

4. En canvi, una caiguda del preu del petroli associada a un xoc de demanda global tindria un efecte negatiu sobre el creixement de l'economia espanyola, ja que l'impacte de la reculada de la demanda agregada als mercats internacionals excediria l'impuls associat als menors preus del cru.

5. Possiblement, l'efecte observat se situï en la banda alta d'aquesta franja, ja que la naturalesa del xoc s'ha percebut com a permanent i no temporal.

6. Vegeu Peersman i Van Robays (2009) «Oil and the Euro Area Economy», Economic Policy.

7. L'anàlisi per components de demanda del PIB mostra que la inversió és el component que creix més (1,60 punts), mentre que l'impacte en consum és inferior (0,34 punts).

Més enllà dels impactes macroeconòmics a curt i a mitjà termini (que pesen més en el costat positiu de la balança que en el negatiu), convé no perdre de vista que un petroli barat també comporta certs riscos d'un altre tipus. Destaquen els relacionats amb els menors incentius per millorar l'eficiència energètica i per substituir el cru per altres fonts menys perjudicials per al medi ambient. De forma similar, un altre perill poc constatat al debat públic és la complaença que es percep en l'adopció de mesures que millorin la competitivitat exterior de forma estructural, ja que aquesta manca de l'economia espanyola és dissimulada per la millora exògena del saldo energètic. És convenient aprofitar el vent de cua que ara ofereix el petroli barat per efectuar les reformes que permetrien suportar-lo de forma adequada quan bufi de cara.

*Judit Montoriol Garriga*

*Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank*

**CaixaBank Research****PUBLICACIONS**

Totes les publicacions estan disponibles a internet: [www.caixabank.com/research](http://www.caixabank.com/research)

Correu electrònic: [research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

**DOCUMENTS DE TREBALL****Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research**

Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

**La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer**

Clàudia Canals, 03/2013

**Vulnerabilitat de les economies emergents**

Àlex Ruiz, 02/2013

**Sareb: claus estratègiques**

Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

**Ajust de capacitat en el sistema financer espanyol**

Inmaculada Martínez, 09/2012

**L'estalvi i l'eficiència energètics: un impuls per a la competitivitat de l'economia espanyola**

Pere Miret, 08/2012

**Matèries primeres: què va canviar en l'última dècada?**

Eduardo Pedreira i Miguel A. Canela, 06/2012

**Inversions financeres a Espanya: impacte de la inestabilitat en els mercats**

Inmaculada Martínez, 05/2012

**Hi ha bombolla immobiliària a la Xina?**

Clàudia Canals i Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

**El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes?**

Sandra Jódar-Rosell i Inmaculada Martínez, 03/2012

**Hongria i l'ajuda financera de la UE i l'FMI: canvi en el mapa de riscos?**

Àlex Ruiz, 02/2012

**Spanish Public Debt: Myths and Facts**

Oriol Aspachs-Bracons i Joan Daniel Pina, 01/2012

**Quan es recuperaran els preus de l'habitatge als Estats Units?**

Jordi Singla, 11/2011

**DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK****Per què Europa genera poc creixement i ocupació?**

Jordi Gual

**La prociclicitat del sistema financer després de les reformes**

Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

**Unió bancària: de formigó o de palla?**

Jordi Gual

**Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea**

Àlex Ruiz

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

Jordi Gual

**Perspectives de despallejament a Espanya**

Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

**Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible?**

Pere Miret

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

Marta Noguer

**Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió**

Joan Elias

**CAIXABANK ECONOMIC PAPERS****Banking Union: made of concrete or straw?**

Jordi Gual

**European Integration at the Crossroads**

Jordi Gual

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

Jordi Gual

**Should the ECB Target Employment?**

Pau Rabanal

**Integrating Regulated Network Markets in Europe**

Jordi Gual

**IM INFORME MENSUAL**

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

**POLS ECONÒMIC****ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER****COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES****CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD****El tiempo que llega. Once miradas desde España**

José Luis García Delgado (editor)

**ESTUDIS ECONÒMICS****Europa, com Amèrica. Els reptes de construir una federació continental**

Josep M. Colomer

**El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció**

Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho



**GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS**

31 de desembre de 2015

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

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

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

**CaixaBank Research** a Twitter

@CABK\_Research

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

Totes les nostres publicacions estan disponibles a [www.caixabank.com/research](http://www.caixabank.com/research).

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

Disseny i producció: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)  
Dipòsit Legal: B. 610-1980 ISSN: 1134-1955

