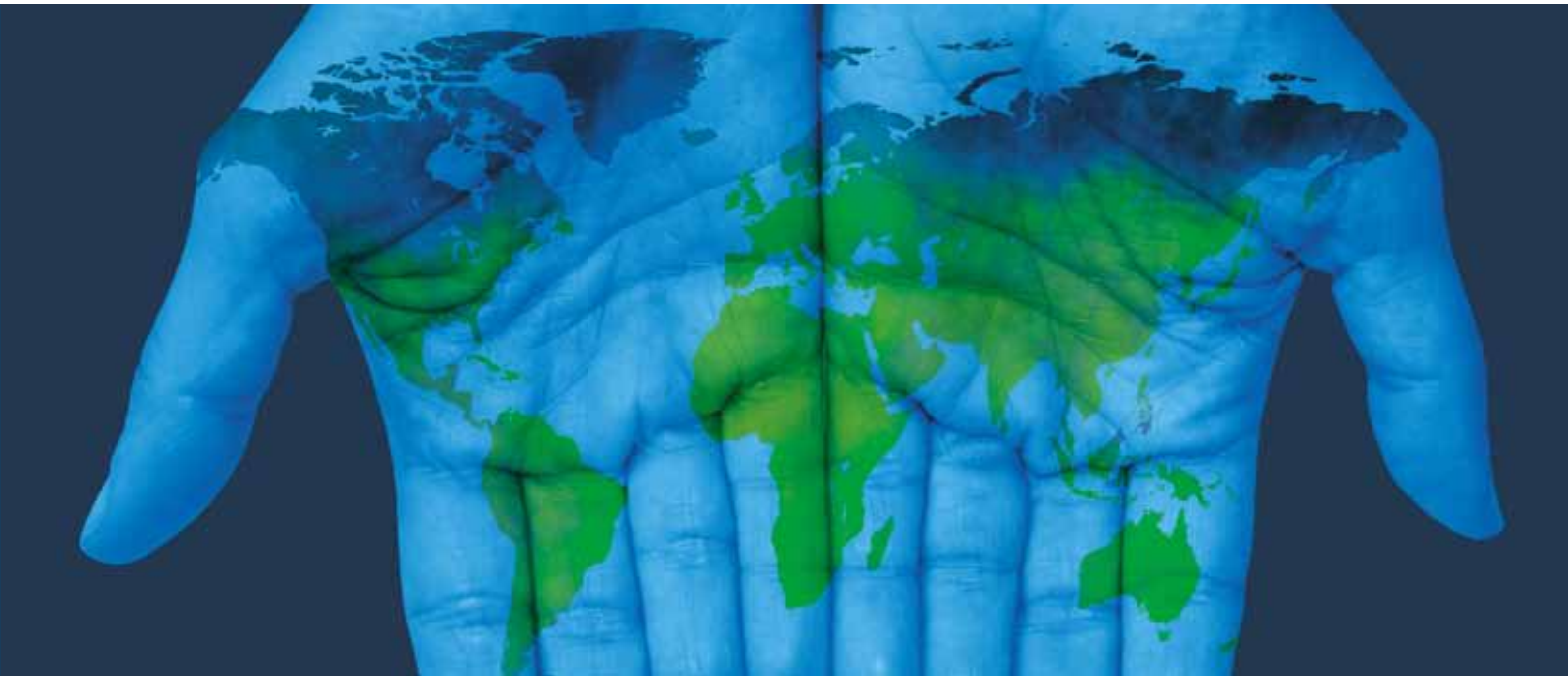
IM10

INFORME MENSUAL
NÚMERO 405 | OCTUBRE 2016



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Banc del Japó: en els límits de la política monetària

ECONOMIA INTERNACIONAL
Clintonomics vs. *Trumponomics*

UNIÓ EUROPEA
Continua la saga de la banca italiana

ECONOMIA ESPANYOLA
Mapejat geogràfic de les exportacions espanyoles

DOSSIER: IMMIGRACIÓ: IMPACTE I PERSPECTIVES

El fenomen de la immigració als països avançats: de la percepció a la realitat

L'impacte econòmic de la immigració

Les polítiques d'immigració: no solament entrar, sinó també integrar-se

Fenomen migratori a Espanya: de la immigració a l'emigració?

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Octubre 2016

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

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

Subscripció a publicacions impreses:
publicaciones@caixabankresearch.info

Data de tancament d'aquesta edició:
30 de setembre de 2016

Enric Fernández
Director Corporatiu de Planificació Estratègica i Estudis

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia

Avelino Hernández
Director de Mercats Financers

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

6 MERCATS FINANCERS

9 *Els reptes de l'estalvi per a la jubilació en un entorn de tipus d'interès baixos*

10 *Banc del Japó: en els límits de la política monetària*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Clintonomics* vs. *Trumponomics*

16 *El deute corporatiu xinès: hi ha motius per preocupar-se?*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *El biaix en les previsions de tipus d'interès dels mercats*

22 *Continua la saga de la banca italiana*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *Prenent el pols al mercat laboral*

28 *Mapejat geogràfic de les exportacions espanyoles*

29 *L'ajust fiscal a Espanya: mirada retrospectiva i perspectives*

32 DOSSIER: IMMIGRACIÓ: IMPACTE I PERSPECTIVES

32 *El fenomen de la immigració als països avançats: de la percepció a la realitat*
Àlex Ruiz

34 *L'impacte econòmic de la immigració*
Clàudia Canals

36 *Les polítiques d'immigració: no solament entrar, sinó també integrar-se*
Josep Mestres Domènech

38 *Fenomen migratori a Espanya: de la immigració a l'emigració?*
Anna Campos

El repte de la immigració

La crisi dels refugiats ha situat la immigració al centre de l'agenda política europea. En els últims eurobaròmetres –les enquestes d'opinió que du a terme la Comissió Europea–, els ciutadans situen la immigració al primer lloc de la llista de preocupacions, per davant del terrorisme i de la situació econòmica.

El drama humanitari que constitueix l'onada de refugiats –Europa rep unes 100.000 sol·licituds d'asil cada mes– ha desencadenat àmplies mostres de solidaritat, però també ha evidenciat serioses dificultats en la coordinació d'una resposta efectiva per part de la Unió Europea (UE). El reforç de les fronteres ha permès reduir les arribades de sol·licitants d'asil a les portes d'Europa. No obstant això, més d'un milió de persones continuen esperant una resolució a la seva sol·licitud i una destinació per refer les seves vides. Alguns països, els més atractius per als immigrants, han introduït controls temporals a les fronteres amb altres estats membres de la UE. Al novembre, està previst que es revisin aquestes mesures, però la pressió política per mantenir-les serà enorme.

I és que, desafortunadament, immigració i amenaça terrorista contribueixen a crear un caldo de cultiu propici per a discursos populistes de caire, més o menys obertament, xenòfob. Fa uns dies, el Govern d'Hongria va organitzar un referèndum en què preguntava «Vol que la UE disposi, sense el consentiment del parlament hongarès, sobre l'assentament de ciutadans no hongaresos a Hongria?». Al Regne Unit, les restriccions a la immigració eren un dels punts principals dels partidaris del *brexit*. Als EUA, Donald Trump proposa la deportació massiva d'immigrants il·legals i fortes barreres a la immigració. Es tracta de discursos fàcils que apel·len a la por al terrorisme i a prejudicis sobre la immigració derivats d'una visió parcial del fenomen.

Els patrons demogràfics asseguren que, més enllà de la crisi actual de refugiats, la immigració continuarà sent una qüestió central a Europa, ja que el continent necessitarà un flux continu d'immigrants si desitja pal·liar els efectes de l'envelliment de la població. D'altra banda, a l'altre costat de les nostres fronteres, hi ha l'Àfrica i l'Orient Mitjà, regions molt més pobres i on el creixement de la població en edat de treballar i d'emigrar (entre els 15 i els 44 anys) serà el més alt del món en les properes dècades. Per tot plegat, és essencial mantenir un debat serè al si de la UE per traçar una estratègia que permeti gestionar una realitat que és aquí per quedar-se. Aquest debat, a més de tenir en compte els beneficis que aporta una immigració ordenada, haurà d'explorar en profunditat les susceptibilitats que la immigració genera entre la població autòctona.

En aquest sentit, el Dossier d'aquest *Informe Mensual* contrasta algunes de les percepcions i dels prejudicis sobre el fenomen migratori. Per exemple, es constata que els ciutadans tendeixen a sobreestimar en excés el pes de la població immigrant en les seves societats. També tendeixen a creure que els immigrants tenen un efecte negatiu sobre les condicions laborals dels treballadors nadius, tant en salaris com en taxes d'ocupació. L'evidència empírica, però, no dóna suport a aquesta conjectura de forma concloent i sí confirma, en canvi, que la immigració afavoreix la incorporació de la dona al mercat laboral. Els estudis disponibles també desmenteixen que la immigració comporti un cost net per a l'erari públic: el que aporten els immigrants pagant impostos tendeix a compensar els beneficis que reben.

Un dels articles del Dossier incideix en el que, segurament, és l'aspecte més important de les polítiques d'immigració: les estratègies per a la integració dels immigrants al mercat laboral i, en definitiva, a la societat que els acull. Sens dubte, una integració correcta és fonamental per a una bona convivència i per a la sostenibilitat, social i política, dels fluxos migratoris.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de setembre de 2016

CRONOLOGIA

SETEMBRE 2016

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

AGOST 2016

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

JULIOL 2016

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

JUNY 2016

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

MAIG 2016

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

AGENDA

OCTUBRE 2016

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
7 Índex de producció industrial (agost).
14 Comptes financers (2T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (agost).
20 Comerç exterior (agost).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
20-21 Consell Europeu.
25 Execució pressupostària de l'Estat (setembre).
27 Enquesta de població activa (3T).
28 Avanç IPC (octubre).
Avanç PIB (3T).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (octubre).
PIB dels EUA (3T).
31 Balança de pagaments (agost).
PIB de la zona de l'euro (3T).

NOVEMBRE 2016

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

Els bancs centrals tornen a centrar l'atenció

Els bancs centrals marquen l'agenda i condicionen el sentiment financer. Després d'una pausa durant les vacances relativament tranquil·la, els mercats financers van viure amb una certa inquietud l'acumulació de reunions dels bancs centrals al setembre (BCE, Banc d'Anglaterra, Banc del Japó i Fed, en ordre cronològic). La comunicació una mica confusa de la Fed no permetia descartar del tot un augment del tipus de referència ja al setembre, i s'esperava un pas més del BCE i del Banc del Japó en la tendència de relaxament monetari. En aquest context, la volatilitat va rebrotar i es van produir vendes d'actius de risc, en particular als països emergents. A mesura que s'anaven produint les reunions, es constatava que se saldaven sense gaires canvis en la política monetària: el BCE es donava temps abans de prendre noves decisions, el Banc del Japó se centrava a alleujar la pressió financera als bancs i la Fed preparava amb més claredat la pujada del tipus de referència per a les acaballes de l'any. Com a resultat, en el tram final de setembre, la volatilitat va remetre i els actius de risc van recuperar posicions. Al tancament del mes, a la majoria de borses avançades, els nivells eren similars als registrats al començament de setembre, mentre que les emergents fins i tot avançaven una mica. Aquesta atenció als bancs centrals s'ha degut, en part, al fet que les dades estrictament macroeconòmiques han tendit a moure's en coordenades similars a les dels mesos anteriors.

L'any 2016 va camí de situar-se en ritmes de creixement similars als del 2015. A mesura que avança l'any, es constata que el ritme d'activitat global serà similar al registrat el 2015. Així i tot, cal reconèixer que la composició del creixement serà una mica diferent a l'esperada: els EUA experimentaran una evolució una mica més feble del que s'havia previst (creixerà 2 dècimes menys del previst el 2016), però, en canvi, la zona de l'euro i el Japó creixeran lleugerament més de l'esperat (1 dècima més en cada cas). Per la seva banda, el grup d'emergents tendeix a anar recuperant posicions, tot i que les economies exportadores de primeres matèries es veuen penalitzades per un escenari de preus més advers del considerat inicialment (i, en alguns casos, amb xocs d'incertesa de caràcter polític). És precisament aquest context el que explica que, després de diversos intents infructuosos, l'OPEP hagi aconseguit plantejar un ajust de producció que sembla creïble. Després de l'anunci, el preu del petroli de qualitat Brent va passar dels 46 als 49 dòlars. Aquest repunt reforça l'escenari de CaixaBank Research de recuperació de les cotitzacions de l'or negre durant la resta de l'any. Així i tot, les existències elevades, la resistència de l'oferta no convencional de petroli (*shale*) i el menor creixement de la demanda esperada suggereixen que, a mitjà termini, la velocitat a la qual es recuperaran els preus serà més lenta del previst.

Igual creixement als EUA i a la zona de l'euro en el conjunt del 2016. Després d'un primer semestre del 2016 feble, es preveia que els EUA acceleressin sensiblement el ritme de creixement en la segona meitat de l'any. Aquest escenari es continua mantenint, però, amb les dades del 3T a la mà, cal reconèixer que l'expansió serà una mica més continguda del que s'esperava: l'any es tancarà amb un avanç del PIB de l'1,5%, enfront de l'1,7% considerat anteriorment. Així i tot, la solidesa del mercat de treball i les expectatives d'avanç de la inflació confirmen que l'economia necessita una ràpida normalització monetària, enduriment que, com s'ha comentat més amunt, arribarà al final del 2016. La zona de l'euro, per la seva banda, continua transitant per una via d'expansió moderada, amb un creixement previst idèntic al nord-americà (l'1,5%). Així i tot, els diferents ritmes d'expansió a mitjà termini a les dues bandes de l'Atlàntic es constaten quan l'escenari avança en el temps: el 2017, els EUA acceleraran fins al 2,1%, mentre que l'economia de la moneda única cedirà una mica en el ritme expansiu (fins a l'1,3%).

L'economia espanyola manté el (fort) ritme. Els indicadors d'activitat d'alta freqüència mostren que el 3T 2016 s'haurà tancat amb l'activitat creixent a un ritme notable: segons el model de previsió de CaixaBank Research, l'avanç intertrimestral del PIB serà del 0,8%, un increment similar al de trimestres anteriors. Aquesta evolució confirma la previsió de creixement del 2016 (el 3,1%). El tram final de l'exercici serà, però, lleugerament menys dinàmic i serà l'avantsala d'un 2017 relativament més contingut (el 2,4%). El patró de creixement que s'espera per als propers mesos reitera que els puntals del cicle es mantenen gairebé inalterats: pel costat de l'oferta, els serveis continuen liderant l'expansió i, pel de la demanda, ho fan el consum privat i la inversió. No obstant això, s'espera que, en els propers trimestres, acabi de cristal·litzar una major contribució del sector exterior, un desenvolupament favorable en termes de sostenibilitat del creixement. En aquest context positiu, l'ajust dels comptes públics continua sent l'assignatura pendent. Malgrat que l'evolució fins avui no és bona (al juliol, el dèficit del conjunt de les Administracions públiques era el mateix que un any abans), és cert que les mesures correctores anunciades pel Govern haurien de permetre compensar aquesta desviació. Però salvar el 2016 no allunya els dubtes sobre la capacitat de compliment dels objectius pressupostaris a mitjà termini, un focus d'incertesa que fa que l'economia espanyola sigui més vulnerable als eventuals canvis de sentiment inversor internacional. Aquesta és una feblesa que s'hauria de corregir el més ràpid possible, i més si es té en compte que la posició cíclica favorable de la nostra economia ho serà una mica menys en un futur proper.

PREVISIONS

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

Economia internacional

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

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

Previsions

Economia espanyola

	2014	2015	2016	2017	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	1,2	3,1	3,4	2,4	3,7	3,6	3,3	3,1	2,7	2,5
Consum de les AP	0,0	2,7	0,4	0,4	2,4	0,1	–0,3	–0,5	–1,0	0,8
Formació bruta de capital fix	3,5	6,4	3,9	3,2	5,1	4,0	3,5	3,0	3,6	3,1
Béns d'equipament	10,7	10,1	7,0	3,2	9,3	7,8	6,1	4,8	4,6	2,8
Construcció	–0,1	5,3	2,3	3,4	3,1	2,1	2,0	2,1	3,3	3,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,6	3,7	2,9	2,1	3,7	3,0	2,4	2,4	1,9	2,2
Exportació de béns i serveis	5,1	5,4	5,7	5,2	3,8	6,8	5,8	6,2	7,8	4,4
Importació de béns i serveis	6,4	7,5	5,4	4,6	5,4	6,6	4,2	5,2	5,9	4,2
Producte interior brut	**1,4**	**3,2**	**3,1**	**2,4**	**3,4**	**3,2**	**3,1**	**2,9**	**2,7**	**2,4**
Altres variables										
Ocupació	1,1	3,0	2,7	2,0	3,2	2,9	2,3	2,2	1,8	2,1
Taxa d'atur (% pobl. activa)	24,4	22,1	19,8	18,4	21,0	20,0	19,1	19,2	19,5	18,4
Índex de preus de consum	–0,1	–0,5	–0,3	1,7	–0,7	–0,9	–0,1	0,7	1,9	1,8
Costos laborals unitaris	–0,8	0,3	0,0	0,6	–0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,3
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,0	1,4	1,8	1,6	1,4	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	1,4	1,9	2,4	2,2	2,0	2,4	2,5	2,4	2,4	2,3
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–5,8	–5,0	–4,6	–3,8						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,25	0,26	0,52	1,06	0,50	0,50	0,50	0,58	0,83	1,00
Líbor 3 mesos	0,23	0,32	0,74	1,39	0,62	0,64	0,79	0,92	1,08	1,29
Líbor 12 mesos	0,56	0,79	1,38	1,98	1,17	1,25	1,46	1,63	1,76	1,91
Deute públic a 2 anys	0,44	0,67	0,82	1,63	0,85	0,77	0,72	0,95	1,22	1,49
Deute públic a 10 anys	2,53	2,13	1,75	2,38	1,92	1,75	1,56	1,78	2,02	2,26
Euro										
Refi BCE	0,16	0,05	0,01	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	0,21	–0,02	–0,26	–0,21	–0,19	–0,26	–0,30	–0,29	–0,27	–0,24
Euríbor 12 mesos	0,48	0,17	–0,03	0,05	0,01	–0,02	–0,05	–0,05	–0,03	0,01
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	0,05	–0,24	–0,54	–0,24	–0,46	–0,52	–0,64	–0,54	–0,43	–0,34
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	1,23	0,53	0,09	0,71	0,30	0,12	–0,11	0,06	0,24	0,51
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,33	1,11	1,11	1,06	1,10	1,13	1,12	1,10	1,07	1,06
¥/€	140,40	134,33	118,60	114,77	127,05	121,91	114,26	111,17	111,29	113,42
£/€	0,81	0,73	0,82	0,83	0,77	0,79	0,85	0,85	0,85	0,84
PETROLI										
Brent ($/barril)	99,45	53,61	45,74	59,32	35,72	47,35	47,43	52,46	56,17	58,57
Brent (€/barril)	74,54	48,30	41,13	55,82	32,38	41,94	42,52	47,67	52,49	55,25

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

Previsions

CONJUNTURA · Els bancs centrals interrompen la calma als mercats

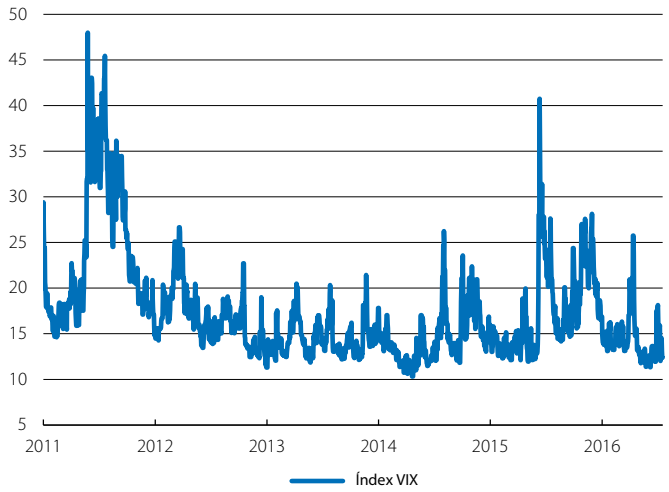
Després d'un període de vacances tranquil, el mes de setembre va estar marcat per un rebrot de nerviosisme als mercats internacionals. Els dubtes sobre les actuacions dels bancs centrals dels països desenvolupats van ser el principal detonant d'aquest repunt de la volatilitat. En particular, les borses internacionals van evolucionar al compàs dels discursos de diversos membres de la Reserva Federal (Fed), que es van multiplicar a mesura que s'apropava la reunió del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès). Aquestes declaracions, que, majoritàriament, apuntaven a un enduriment de la posició de la Fed, atesa la fortalesa de l'economia nord-americana, van alimentar el sentiment d'aversió al risc. Això es va traduir en vendes d'actius, sobretot a les borses emergents, que van patir caigudes importants. No obstant això, aquest repunt del nerviosisme és contingut i limitat principalment al mercat de renda variable. Prenent una mica de perspectiva, aquest episodi és menys virulent que altres del passat recent, com, per exemple, a l'inici d'enguany pels problemes de la Xina o després del vot a favor del *brexit* al final de juny.

Les perspectives d'inversió continuen sent fràgils davant els diversos focus d'inestabilitat potencial que s'albiren a l'horitzó. A curt i a mitjà termini, hi ha diversos elements que podrien generar nous episodis de volatilitat. En el pla polític, l'agenda està farcida de cites electorals importants, com, per exemple, el referèndum sobre la reforma constitucional que se celebrarà el 4 de desembre a Itàlia o la repetició de les eleccions presidencials a Àustria. Però, en els propers mesos, les eleccions presidencials nord-americanes seran les que monopolitzaran l'atenció dels inversors. Les vicissituds que se'n derivin poden originar episodis de turbulència, en especial si la probabilitat que es produeixi una sorpresa electoral augmenta. Finalment, la reacció a la propera pujada de tipus d'interès als EUA serà també crucial per al comportament dels actius financers en els propers mesos, tot i que el to prudent de la Fed contribuirà, segurament, a suavitzar els efectes negatius d'aquesta normalització.

El Banc Central Europeu (BCE) va obrir el ball dels bancs centrals amb poques novetats. El Consell de Govern (CG) de l'autoritat monetària de la zona de l'euro, que es va reunir al començament del mes de setembre, va decidir no introduir canvis ni ajustos en els paràmetres de la política monetària. Després de destacar l'efectivitat de les mesures adoptades fins avui i la resiliència de l'economia de la zona de l'euro, en particular després del *brexit*, el president del BCE va deixar un missatge clar: «de moment», no es contemplen estímuls addicionals. Draghi es va mostrar confiat que el BCE complirà l'objectiu d'inflació, tot i que a un ritme una mica més lent del previst fa uns mesos. Els inversors, que esperaven mesures addicionals, com l'extensió del programa de compra d'actius (QE) més enllà

Volatilitat implícita de la borsa dels EUA

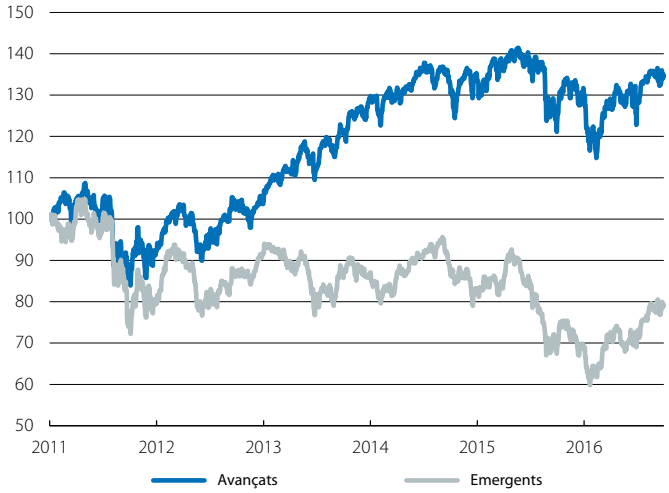
(%)



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

Borses internacionals per geografia

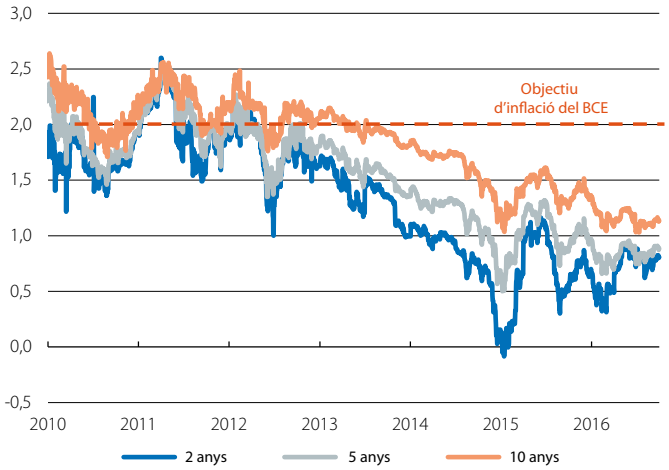
Índex (100 = gener 2011)



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

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

(%)



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

de març del 2017 o l'ampliació dels bons elegibles, van mostrar una decepció continguda, que es va materialitzar en caigudes lleugeres a les principals borses europees i en un repunt transitori de la rendibilitat dels bons sobirans.

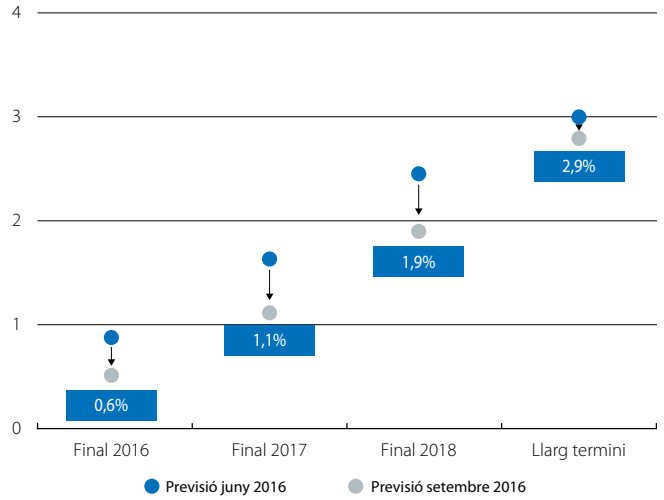
Al continent asiàtic, el Banc del Japó (BoJ) va modificar els instruments de la seva política ultraexpansiva per no penalitzar el sector financer. En una reunió molt esperada, el BoJ va decidir mantenir el principal tipus d'interès sense canvis en el –0,1%, però va anunciar l'adopció d'una política de «control de la corba de tipus d'interès». En concret, aquest nou enfocament procura mantenir la taxa de rendibilitat del bo sobirà japonès a 10 anys en el 0%, un nivell que sembla baix, però que és superior a l'observat en els últims mesos. Amb la introducció d'aquest nou instrument, el banc central nipó vol posar un sòl a la taxa de rendibilitat dels bons a llarg termini. La justificació d'aquest canvi rau en l'intent de mitigar els efectes adversos d'un entorn de tipus molt baixos sobre la rendibilitat dels bancs i l'estabilitat del sistema financer. Malgrat aquestes noves mesures, la rendibilitat del bo sobirà japonès a 10 anys va baixar lleugerament (fins al –0,07%), la qual cosa il·lustra l'escepticisme dels mercats financers davant les accions del banc central nipó (vegeu el Focus «Banc del Japó: en els límits de la política monetària», d'aquest mateix *Informe Mensual*).

Finalment, i no per això menys important, la Fed va decidir mantenir el tipus oficial sense canvis, però va obrir clarament la porta a una pujada al desembre. El banc central va optar per esperar i per assegurar-se que la inflació s'encamina cap a l'objectiu del 2%, per bé que va comentar que les condicions per efectuar una pujada de tipus «s'han reforçat». Els missatges que ha donat a conèixer la Fed en l'última reunió reiteren la intenció de dur a terme una normalització extremadament gradual. En concret, l'autoritat monetària nord-americana ha assenyalat la intenció de suavitzar el ritme de normalització de la política monetària en revisar a la baixa les projeccions per al tipus oficial. Així, els membres del FOMC contemplen ara dues pujades el 2017, mentre que les projeccions publicades al juny contemplaven tres pujades en aquest exercici.

Al mercat europeu de renda fixa, l'entorn de rendibilitats molt baixes s'allarga mentre s'espera una major concreció del BCE. En les últimes setmanes, les rendibilitats del deute públic de la zona de l'euro han donat mostres d'estabilització després de l'episodi a la baixa *postbrexit*, tot i que romanen en nivells molt baixos. Els factors que donen suport a aquesta dinàmica, com la política ultraacomodatícia del BCE (continuïtat del QE i *forward guidance*) o les expectatives d'inflació i de creixement molt modestes, continuen plenament operatius i no haurien d'experimentar canvis significatius a curt termini. No obstant això, els tipus a llarg termini són susceptibles de repuntar si el BCE decideix introduir ajustos en el QE per mitigar l'essassetat de bons elegibles o si els inversors anticipen una menor disposició o capacitat del banc central per incrementar l'abast de les mesures expansives. A la perifèria, el deute continua emparat per la xarxa de seguretat del BCE, però mostra una major vulnerabilitat a canvis en les condicions de l'entorn exte-

EUA: nivell apropiat del tipus d'interès oficial segons els membres de la Fed

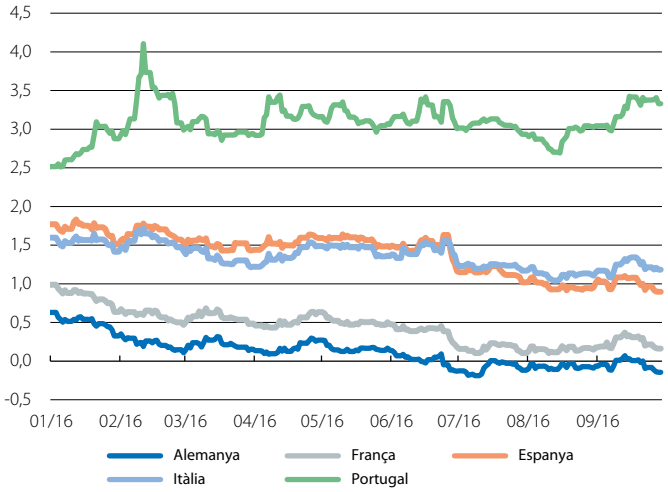
(%)



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

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

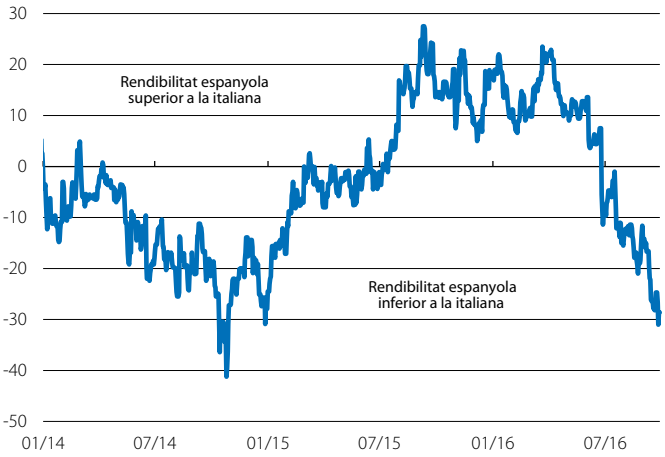
(%)



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

Espanya i Itàlia: diferencial de la rendibilitat del deute públic a 10 anys

(p. b.)



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

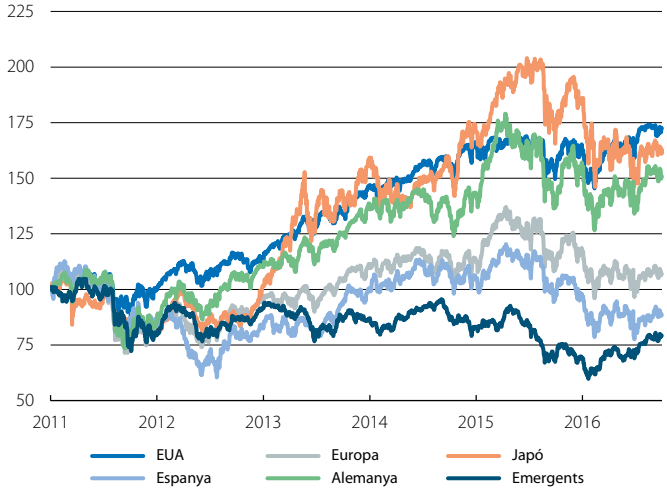
rior. Els focus d'incertesa interns de Portugal i d'Itàlia (incertesa política i dubtes sobre el sector bancari) han afavorit la millor evolució relativa del deute espanyol enfront de la resta de la perifèria. Finalment, a l'altre costat de l'Atlàntic, els tipus del deute sobirà nord-americà han mostrat una evolució poc definida i sense pols per iniciar avanços sostinguts.

Les borses emergents lluiten per mantenir un to constructiu, i el sector bancari continua penalitzant les borses europees. Les borses emergents van ser les més castigades pels dubtes que van tornar a sorgir abans de les reunions dels bancs centrals i, en particular, de la Fed. No obstant això, un cop conegudes les conclusions prudents de la reunió del banc central nord-americà, van reprendre la tendència alcista. Aquesta pauta optimista podria tenir continuïtat, si més no a curt termini, gràcies al suport de la «recerca de rendibilitat» en un context de valoracions elevades dels actius del bloc avançat i a la lleugera millora del panorama macroeconòmic emergent. Així i tot, i probablement a més llarg termini, els riscos que envolten l'entorn inversor emergent es mantenen esbiaixats a la baixa, sobretot si la Fed ha d'endurir la normalització per l'aparició de pressions inflacionistes, un escenari que, a dia d'avui, el mercat considera que és poc probable. Al bloc avançat, la borsa europea continua mostrant un to feble, a causa, una vegada més, del fluix comportament del sector bancari. Però, aquest mes, la principal font de preocupació s'ha desplaçat des dels bancs de la perifèria cap a Alemanya, per les inquietuds que generen algunes entitats amb notable risc sistèmic. Més enllà dels casos particulars, les febleses més profundes del sector, la rendibilitat del qual està afectada pel llarg entorn de tipus molt baixos, continuaran condicionant les borses europees.

El preu del petroli es mou en un rang horitzontal i no aconsegueix superar de manera sostinguda la barrera dels 50 dòlars per barril. Malgrat l'inesperat principi d'acord entre els països de l'OPEP assolit al final de setembre a Algèria per limitar la producció, que va provocar un fort repunt del preu del cru, el barril de Brent es manté en l'interval dels 45-50 dòlars que s'observa des del final d'abril. No obstant això, els preus per damunt dels 50 dòlars s'haurien de materialitzar amb l'ajust de producció que es podria concretar, finalment, en la reunió oficial de l'OPEP del novembre. Així i tot, l'excés d'oferta trigarà a reduir-se, atès l'augment de la producció de petroli no convencional (*shale*), la qual cosa continuarà limitant el recorregut alcista dels preus. En qualsevol cas, el mercat del cru no s'hauria de lliurar ràpidament ni fàcilment de l'elevada volatilitat que hem observat en els últims mesos.

Principals borses internacionals

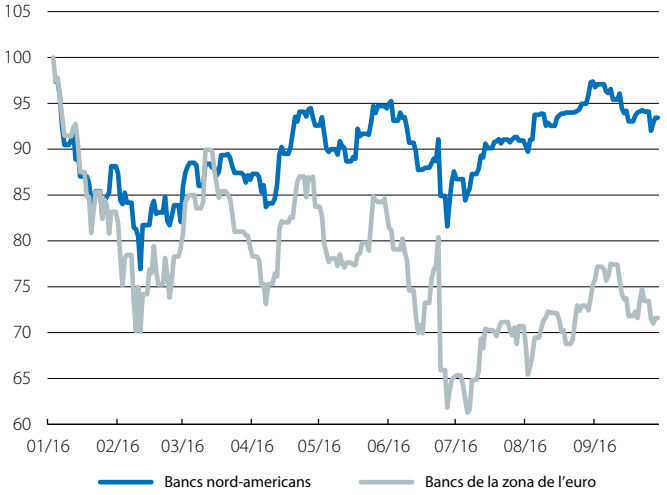
Índex (100 = gener 2011)



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

Sector bancari: EUA i zona de l'euro

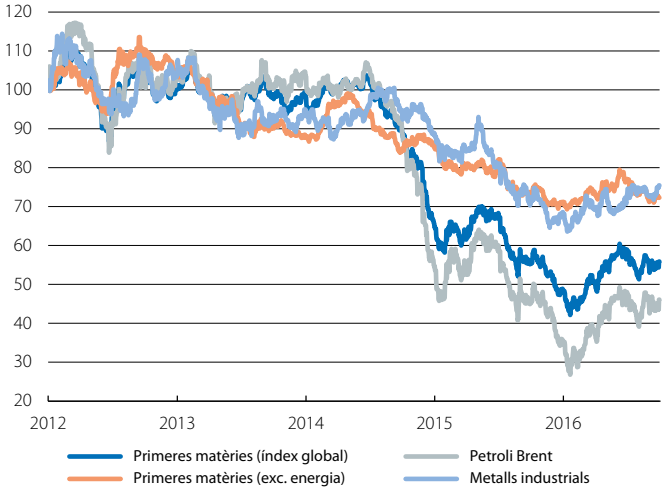
Índex (100 = gener 2016)



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

Primeres matèries

Índex (100 = gener 2012)



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

FOCUS · Els reptes de l'estalvi per a la jubilació en un entorn de tipus d'interès baixos

El nivell molt baix dels tipus d'interès és el tret més característic de l'entorn financer dels últims anys. L'anàlisi de les causes i de les conseqüències d'aquest fenomen és complexa i multifacètica. Entre els sectors més directament implicats, destaca el dels productes d'estalvi a llarg termini, que cobreixen contingències com la jubilació, la invalidesa o la defunció. Una temporada de tipus inesperadament baixos és, tant per als estalviadors com per a les institucions financeres que proveeixen aquests productes, un desafiament molt important.

Hi ha dues grans famílies a l'ampli catàleg de productes de pensions i d'assegurances a llarg termini. D'una banda, els d'aportació definida (AD), en què l'estalviador (i, si escau, el promotor) defineix les aportacions a realitzar i en què el capital o les prestacions a cobrar quan s'arribi a la jubilació (o quan es produeixi una altra contingència prevista per donar dret a cobrament) són una funció de la rendibilitat obtinguda durant el període per aquestes aportacions. De l'altra, els productes de prestació definida (PD), en què s'estableix per endavant la prestació que rebrà l'estalviador (o beneficiari) i en què les aportacions queden fixades mitjançant una fórmula actuarial. El proveïdor del producte (la gestora de fons de pensions, la companyia d'assegurances, etc.) garanteix a l'estalviador la prestació compromesa, és a dir, una rendibilitat determinada.

A bona part d'Europa, i en concret a Espanya, els productes AD són la modalitat més estesa. En aquest cas, l'estalviador és qui assumeix l'impacte que el rendiment obtingut acabi sent superior o inferior a l'esperat. Per tant, l'enfonsament de les taxes internes de rendibilitat (TIR) dels bons sobirans no és una bona notícia per als estalviadors: si desitgen mantenir el mateix poder adquisitiu en la jubilació, hauran d'estalviar més i/o reorientar-se cap a classes d'actiu amb més rendibilitat esperada (com els bons corporatius i les accions), confiant que el major risc inherent no es materialitzi quan arribi la jubilació. Els intermediaris financers que gestionen i comercialitzen aquests productes tenen sobre aquest tema un repte difícil: afinar en l'assessorament als clients i en la gestió de les carteres dels fons de pensions, per acostar-se el màxim possible als objectius dels clients sense incórrer en riscos indeguts.

Els productes PD tenen una gran implantació als EUA i a alguns països europeus, com el Regne Unit. Cal destacar els fons de pensions ocupacionals, mitjançant els quals les empreses garanteixen una renda als treballadors en la jubilació. En aquest tipus de productes, el proveïdor (l'empresa, l'ens públic, l'entitat financera, etc.) és qui assumeix l'impacte que el rendiment obtingut acabi sent superior o inferior a l'esperat. Per desgràcia, aquest impacte adquireix cotes preocupants en alguns sectors i jurisdiccions. Una manera d'il·lustrar-ho és calcular el grau de cobertura, que és el quocient entre el valor de mercat dels actius del fons de pensions i el valor present dels compromisos de pagament futurs. El fort descens dels tipus d'interès ha disparat el valor present dels passius, de manera que, per exemple, s'estima que el grau de cobertura amb prou feines arriba al 50% en els fons promoguts per ens municipals i estatals als EUA. L'Autoritat Europea d'Assegurances i Pensions de Jubilació (EIOPA, per les sigles en anglès), regulador a Europa, ha calculat que els fons de pensions ocupacionals PD tenen una situació raonablement sanejada (grau de cobertura una mica superior al 100%), amb la notable excepció del Regne Unit (el 80%). No obstant això, el grau de cobertura podria disminuir si els tipus d'interès baixos es mantenen durant molts anys i els promotors d'aquests fons fan ús de certes clàusules que els permetrien limitar les contribucions o revisar les prestacions a la baixa.

Aquest complex panorama dels productes PD esperona moviments importants en el sector. S'observa, en especial als EUA, que els fons ocupacionals sol·liciten a les empreses contribucions més elevades, la qual cosa podria pressionar a la baixa els salaris i/o reduir els beneficis i, en última instància, la inversió. També s'aprecia que els fons tendeixen a rebaixar l'exposició als bons (que, tradicionalment, han estat el nucli de les carteres) en benefici de la renda variable i d'actius alternatius com *hedge funds* i *private equity*. Però, possiblement, el més destacat és la tendència general, per a diferents països i grups de promotors, a abandonar els productes PD i prioritzar els de tipologia AD. Això no resol el desafiament d'estalviar per a la jubilació en un món de tipus d'interès baixos. Simplement, trasllada l'esfera de responsabilitat a l'estalviador. En aquest context, poder comptar amb un bon assessorament i amb una bona gestió de la cartera d'estalvi per a la jubilació és absolutament clau. I començar a planificar amb prou antelació, imprescindible.

FOCUS · Banc del Japó: en els límits de la política monetària

Si hi ha un banc central que destaqui per la contundència i per l'heterodòxia de les seves polítiques, aquest és el Banc del Japó (BoJ). No sorprèn, per tant, la gran expectació que va suscitar l'anunci, fet al final de juliol, que la institució volia revisar a fons la seva estratègia. El procés ha culminat, al setembre, amb l'adopció d'uns canvis més importants pel que no són que pel que són.

Amb l'objectiu de posar fi a dues dècades de deflació, el BoJ va engegar, durant la primavera del 2013, un ambiciós programa de compra d'actius financers (*quantitative and qualitative easing*, QQE) que, a més de bons públics i corporatius, inclou actius de renda variable i immobiliaris. De llavors ençà, l'autoritat monetària ha dut a terme dos grans ajustos al programa inicial. El primer, a l'octubre del 2014, va incrementar agressivament l'import anual de les compres (QQE II). El segon, al gener del 2016, va comportar l'adopció dels tipus d'interès negatius sobre les reserves bancàries. No obstant això, es pot dir que aquestes apostes successives han estat infructuoses. El registre més recent de la inflació general se situa en el –0,5% interanual, molt lluny de l'objectiu del +2%. De forma similar, la inflació subjacent també ha donat mostres de renovada feblesa en els últims mesos i es manté en el +0,2%. Per la seva banda, les expectatives d'inflació (tant les basades en les enquestes als consumidors i als analistes com les implícites en la cotització dels instruments financers) tampoc no mostren l'evolució desitjable, ja que se situen al voltant del 0%.

Per afrontar aquest panorama tan poc encoratjador, el BoJ ha reajustat, per tercera vegada, el rumb del QQE. En concret, s'introduiran dues modificacions. La primera, més rellevant, reorienta el centre de gravetat de l'estratègia monetària cap al control del perfil de la corba de tipus d'interès. De fet, l'organisme ha explicitat un nivell «objectiu» per a la *yield* del bo sobirà a 10 anys, situat al voltant del 0%. Per articular aquest control sobre el mercat de bons, s'estableix un objectiu d'expansió de la base monetària flexible, en substitució de l'objectiu fix previ de 80 bilions de iens a l'any. A més a més, també s'ha eliminat l'objectiu de venciment mitjà de la cartera de bons (situada en 7-12 anys). El segon ajust està relacionat amb el reforç de l'objectiu d'inflació: el BoJ es compromet a expandir la base monetària fins que la taxa d'inflació superi el 2% de forma sostinguda en el temps.

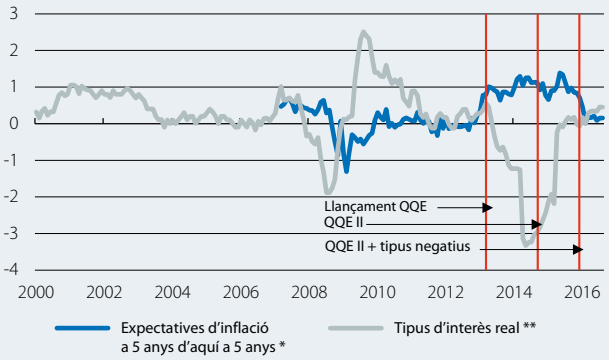
Les implicacions d'aquests canvis sobre els mercats financers no són trivials. D'una banda, el control explícit de la corba de deute permetrà al BoJ incidir-hi en funció de les necessitats de cada moment. D'entrada, això comporta que s'incrementi *de facto* la pressió compradora sobre els trams curts de la corba (atès que la *yield* del bo a 10 anys ja es troba, actualment, en línia amb l'objectiu establert). L'increment del pendent de la corba ajudarà a mitigar els efectes perniciosos associats a les polítiques ultraexpansives sobre els marges de les entitats financeres. D'altra banda, el missatge que el BoJ tolerarà una inflació per damunt del 2% tracta, en última instància, d'augmentar les expectatives d'inflació dels agents i reduir, d'aquesta manera, els tipus d'interès reals.

No obstant això, hi ha dubtes raonables sobre l'èxit d'aquesta «tercera revisió» del QQE a l'hora de reactivar la inflació del país. En particular, l'objectiu d'augmentar les expectatives d'inflació sembla particularment complex i precisarà, més que mai, de majors dosis de credibilitat per part del BoJ. Així mateix, una contribució més decidida des d'altres àmbits de la política econòmica facilitaria la tasca. De fet, els mercats financers han acollit amb escepticisme els canvis anunciats. La *yield* del bo nipó a 10 anys ha baixat lleugerament (fins al –0,07%), el ien s'ha apreciat gairebé l'1% enfront del dòlar i les expectatives d'inflació a llarg termini no s'han mogut.

D'alguna manera, aquest episodi deixa al descobert els límits de les polítiques monetàries heterodoxes ultraexpansives. Els seus rendiments són clarament decreixents i, fins i tot, negatius. En particular, la rectificació per aconseguir una corba amb més pendent comporta el reconeixement que les compres indiscriminades de bons activen canals de transmissió contractius. D'altra banda, el missatge traslladat deixa clar que el BoJ no contempla res semblant a l'anomenat «helicòpter monetari», un límit que, si se supera, ens podria dur a una altra dimensió. L'intrèpid BoJ l'ha descartat (si més no, de moment).

Japó: expectatives d'inflació i tipus d'interès real

(%)



Notes: ** Swaps d'inflació. ** Tipus d'interès a un dia del mercat interbancari nipó deflactat per la inflació subjacent. El fort descens observat el 2014 obeeix als efectes causats per l'augment de l'IVA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	30-set	31-ago	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	**0,00**	0,00	0	–5,0	–5,0
Euríbor 3 mesos	**–0,30**	–0,30	0	–17,0	–26,1
Euríbor 12 mesos	**–0,06**	–0,05	–1	–12,0	–20,2
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,65**	–0,60	–5	–27,2	–38,1
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,68**	–0,62	–6	–33,5	–42,8
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**–0,12**	–0,07	–5	–74,9	–70,7
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**0,88**	1,01	–13	–89,1	–101,2
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	**100**	108	–8	–14,3	–30,5
EUA					
Fed funds (límit superior)	**0,50**	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 mesos	**0,85**	0,84	1	23,7	52,5
Líbor 12 mesos	**1,55**	1,56	–1	37,2	69,9
Deute públic a 1 any	**0,59**	0,59	0	–0,7	27,9
Deute públic a 2 anys	**0,76**	0,81	–5	–28,8	13,1
Deute públic a 10 anys	**1,59**	1,58	1	–67,9	–44,7

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

	30-set	31-ago	Variació mensual (p b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**73**	68	5	–4,6	–18,3
Itraxx Financer Sènior	**101**	90	11	24,4	5,5
Itraxx Financer Subordinat	**242**	203	38	85,8	47,4

Tipus de canvi

	30-set	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
$/€	**1,124**	1,116	0,7	3,4	0,5
¥/€	**113,920**	115,400	–1,3	–12,8	–15,0
£/€	**0,866**	0,849	2,0	17,5	17,2
¥/$	**101,350**	103,430	–2,0	–15,7	–15,5

Primeres matèries

	30-set	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**402,4**	402,8	–0,1	7,4	–0,2
Brent ($/barril)	**47,7**	46,2	3,3	33,5	1,2
Or ($/unça)	**1.315,8**	1.309,0	0,5	24,0	18,0

Renda variable

	30-set	31-ago	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**2.168,3**	2.171,0	–0,1	6,1	12,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.002,2**	3.023,1	–0,7	–8,1	–3,2
Ibex 35 (Espanya)	**8.779,4**	8.716,8	0,7	–8,0	–8,2
Nikkei 225 (Japó)	**16.449,8**	16.887,4	–2,6	–13,6	–5,4
MSCI emergents	**903,5**	893,7	1,1	13,8	14,1
Nasdaq (EUA)	**5.312,0**	5.213,2	1,9	6,1	15,0

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

CONJUNTURA · L'economia mundial aguanta el tipus

El creixement del 2016 serà similar al del 2015. Malgrat que, en essència, la tònica prevista a mitjà termini no varia (és a dir, l'economia mundial s'accelerarà el 2017 i el 2018), l'evolució a curt termini és una mica més continguda del que s'havia previst. Es tracta, fonamentalment, del reflex d'una evolució de l'economia nord-americana lleugerament més feble del que s'havia previst. Així i tot, cal recordar que una part del menor dinamisme relatiu dels EUA serà compensada pel millor to que exhibeixen les economies europees. Per la seva banda, el grup d'emergents tendeix a anar recuperant posicions, tot i que les economies exportadores de primeres matèries són penalitzades per un escenari de preus més advers del que s'havia considerat inicialment (i, en alguns casos, per xocs d'incertesa de caràcter polític).

ESTATS UNITS

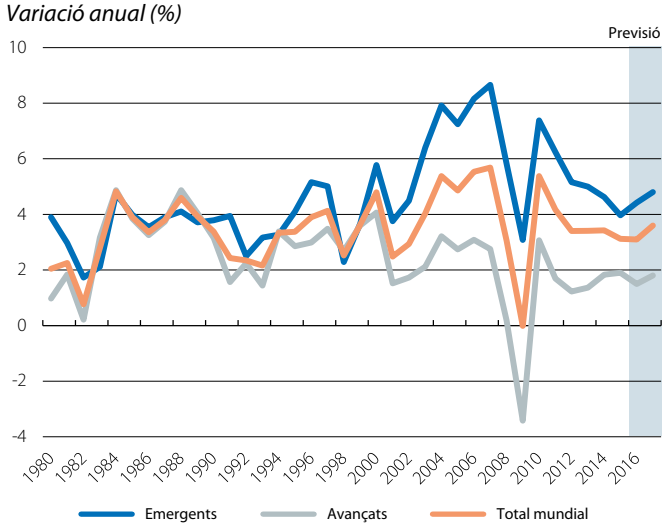
Un final d'any una mica menys expansiu. A mesura que es disposa d'indicadors del 3T 2016, es posa de manifest que el pols econòmic nord-americà és moderadament més baix del que s'havia previst. Es tracta de xifres que no qüestionen que, en aquest trimestre i en el 4T, el ritme d'avanç intertrimestral del PIB serà millor que el registrat en el primer semestre del 2016. Però, certament, l'acceleració no serà tan intensa com s'havia anticipat. Conseqüentment, la previsió de CaixaBank Research per al 2016 passa de l'1,7% a l'1,5% i la del 2017, del 2,2% al 2,1%. El 2018, el creixement serà del 2,0%. Pel que fa a la visió a més llarg termini, des de CaixaBank Research s'apunta que el creixement es mantindrà una mica per damunt del 2% anual.

L'activitat industrial i la de serveis mostren la faceta feble de la conjuntura. Els indicadors d'activitat manufacturera i els del sector terciari reflecteixen amb claredat el to més contingut de l'evolució cíclica dels EUA. Així, a l'agost, l'indicador ISM d'activitat manufacturera es va situar per sota dels 50 punts, la qual cosa indicaria una contracció de l'activitat. No obstant això, en el conjunt del trimestre, aquesta dada queda matisada pels registres del juny i del juliol, que van ser sensiblement millors. Un diagnòstic similar es pot extreure de l'evolució de l'indicador ISM de l'activitat dels serveis: caiguda a l'agost (en aquest cas encara per damunt del llindar dels 50 punts), que és compensada per uns registres dinàmics en els dos mesos precedents. Per la seva banda, el sector immobiliari, tot i que continua avançant, es mostra també menys vigorós del que s'esperava, com ho sembla confirmar que, a l'agost, es van iniciar només el 0,9% més d'habitatges que un any abans.

El bastió de l'economia, el consum privat, resisteix. Així i tot, a aquesta constatació d'una certa feblesa temporal, cal contraposar l'evidència que el puntal fonamental de l'economia nord-americana, el consum privat, es continua mostrant sòlid. Així, l'índex de confiança del consumidor elaborat pel Conference

PIB mundial: previsions de CaixaBank Research

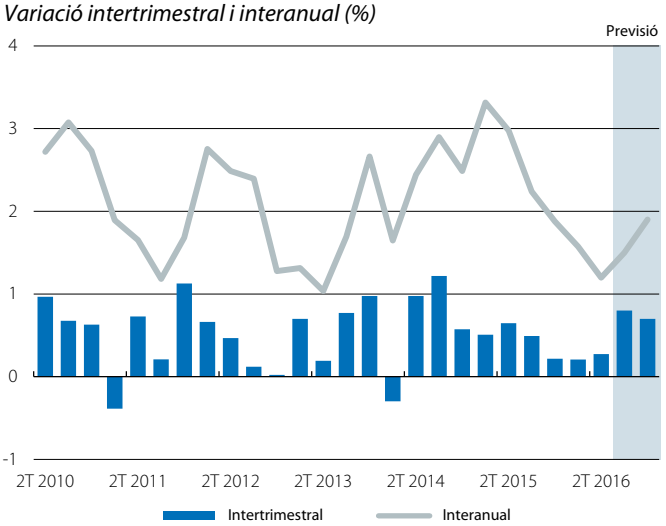
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

EUA: PIB

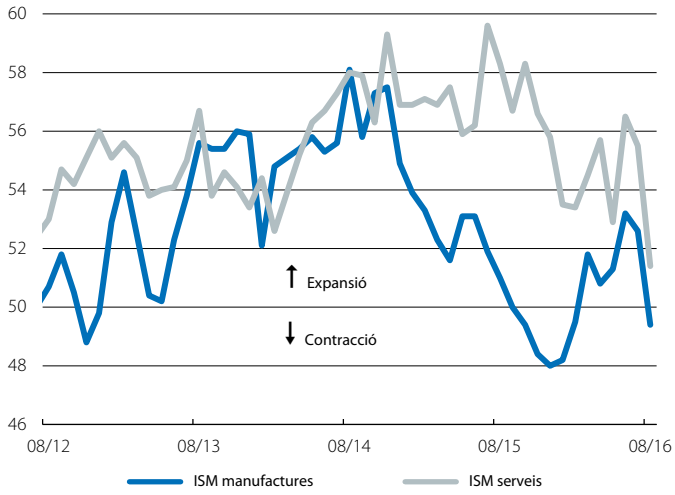
Variació intertrimestral i interanual (%)



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

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

Board es va situar en els 101,1 punts a l'agost, el millor registre en gairebé un any i clarament per damunt de la mitjana històrica (90,3).

La Reserva Federal (Fed), més a prop de la segona pujada. Aquest ajust temporal del ritme d'activitat implica esperar que la Fed difereixi la normalització monetària una vegada més? Segons el nostre parer, les perspectives alcistes de la inflació i el bon to del mercat laboral justifiquen que la Fed mogui fitxa al final de l'any, una decisió que sembla més probable després de la reunió del 21 de setembre. En aquesta reunió, la Fed va proporcionar als actors econòmics informació que apunta de forma més explícita a una nova pujada del tipus de referència al final d'enguany. En definitiva, segons les previsions de CaixaBank Research, el més probable és que, al desembre del 2016, la Fed augmenti en 0,25 p. b. el tipus de referència, un moviment que obrirà la porta a un procés més continuat, tot i que gradual, de pujades de tipus el 2017 i el 2018 (75 p. b. cada any).

A l'avantsala d'un avanç apreciable de la inflació. A l'agost, la inflació es va situar en l'1,1% interanual, 3 dècimes per damunt del registre del mes anterior. De cara als propers mesos, s'espera un augment notable de la inflació: si es compleixen les previsions, se situarà en el 2,3% interanual al març del 2017. Pel que fa a la inflació subjacent, es va situar 1 dècima per damunt del registre del mes anterior, en el 2,3%. El mercat de treball, per la seva banda, es continua mostrant robust. A l'agost, es van crear 155.000 llocs de treball, una dada significativa, i més si es té en compte la revisió a l'alça en el registre del juliol (fins als 275.000). La taxa d'atur es va mantenir en un reduït 4,9%, i els salaris van continuar marcant avanços apreciables (el 2,4% interanual).

JAPÓ

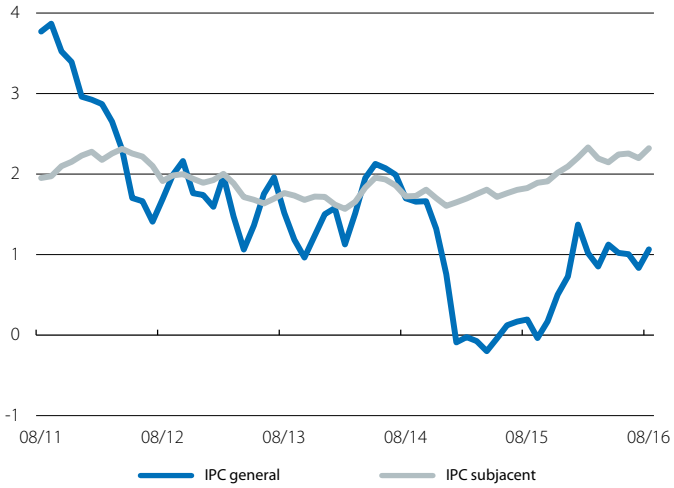
La política monetària arriba al seu límit? La revisió del PIB del 2T 2016 ha situat el creixement en el 0,2% intertrimestral, enfront del 0,05% de la primera estimació. Així i tot, les fràgils dades d'activitat i la deflació persistent (l'IPC sense aliments de l'agost, referència del Banc del Japó, va caure el 0,5% interanual) confirmen que el creixement nominal japonès encara té molt marge per recuperar-se. En aquest context, el Banc del Japó ha optat per una modificació relativament menor de l'estratègia de política monetària. Lluny de centrar-se en objectius de caràcter general i més ambiciosos, l'entitat reconeixia que la rendibilitat del sector financer és penalitzada per una corba de tipus en negatiu i molt plana. En conseqüència, va anunciar que reajustarà les compres de bons per aconseguir que la corba de tipus tingui més pendent, de manera que no llasti tant el sector financer.

EMERGENTS I PRIMERES MATÈRIES

Àsia continua sent la cara amable dels emergents. A la Xina, les dades d'activitat de l'agost han estat una mica més positives que les del juny i juliol, la qual cosa avala la versemblança de l'escenari d'aterratge suau que espera CaixaBank Research. Així

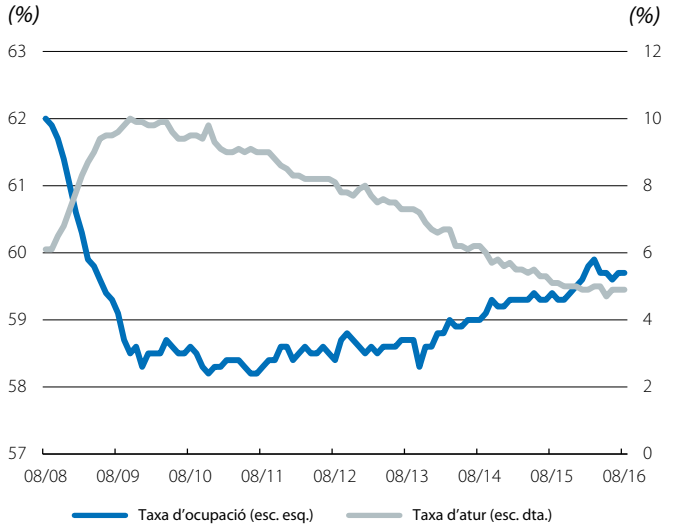
EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

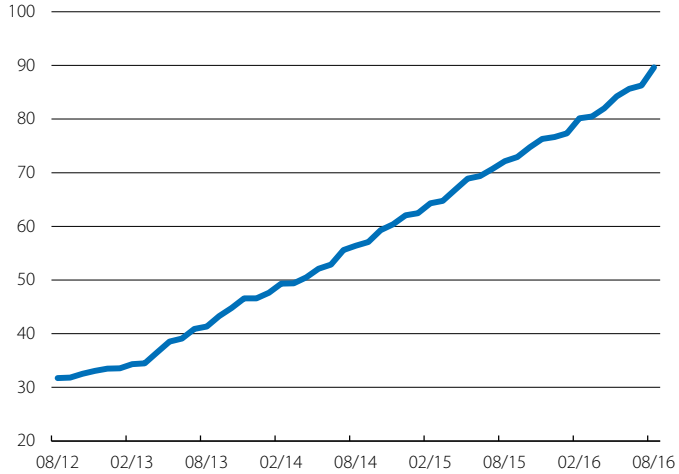
EUA: mercat laboral



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

Japó: actius del Banc del Japó

(% del PIB)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc del Japó i del Ministeri de l'Interior.*

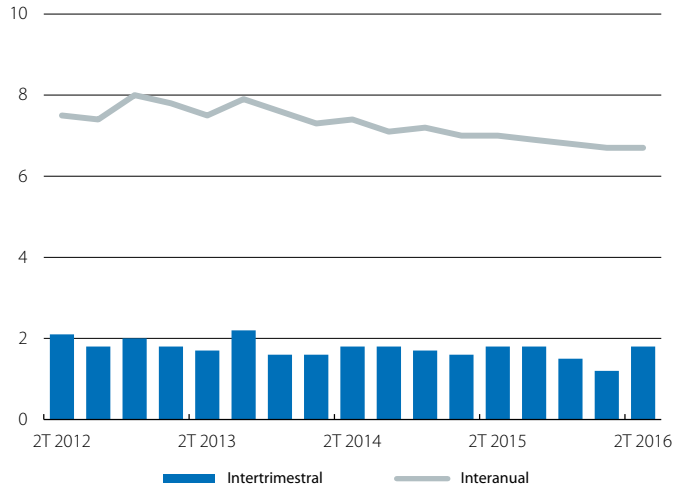
i tot, es mantenen els focus de riscos a mitjà i a llarg termini, en particular la tònica d'acumulació del deute privat i els dubtes sobre una part de la seva sostenibilitat (vegeu el Focus «El deute corporatiu xinès: hi ha motius per preocupar-se?», d'aquest mateix *Informe Mensual*). Encara millors són les perspectives de l'Índia, ja que, gràcies a un avanç robust del consum, tant públic com privat, superarà el creixement del 7% el 2016 i el 2017. Així mateix, cal valorar positivament les primeres decisions del nou governador del banc central, Urjit Patel, que s'ha estrenat en el càrrec amb una ampliació dels mecanismes de sanejament del sistema bancari.

Turquia accelera, però les perspectives no són esperançadores. En el 2T 2016, el PIB va créixer el 3,1% interanual (el 0,3% intertrimestral), enfront del 4,7% interanual anterior i lluny del 5,7% del 4T 2015. L'alentiment va ser atenuat pel fort impuls del consum públic (avanç interanual del 15,9% en l'esmentat 2T). A curt termini, la combinació de *momentum* intern (emparat, en especial, per la despesa pública) i d'unes condicions financeres internacionals acomodatícies suggereix que l'economia mantindrà un vigor apreciable fins al final d'enguany. Malgrat tot, de cara al 2017, les perspectives es tornen més negatives. Així, l'entorn financer internacional serà, presumiblement, més advers a partir del moment en què la Fed endureixi la política monetària, al mateix temps que cal esperar un ritme d'avanç del consum públic més contingut. Si a aquests factors s'afegeix el manteniment de la incertesa política (precisament, els principals motius adduïts per Moody's per rebaixar la qualificació creditícia del deute sobirà per sota del grau d'inversió són de caràcter institucional), els dubtes s'intensifiquen.

Primeres matèries: canvi d'escenari del petroli. Al setembre, les primeres matèries han tendit a oscil·lar sense una tendència definida, de manera que l'indicador CRB, representatiu del conjunt de primeres matèries, va tancar el mes en nivells gairebé idèntics als de l'inici de l'any. Tenint en compte que aquesta és l'evolució conjunta, destaca la tendència a la baixa de les primeres matèries agrícoles. Així i tot, el gran protagonista ha estat el petroli. El 28 de setembre, després de diversos intents infructuosos, l'OPEP va plantejar un ajust de producció que sembla creïble: reducció d'uns 700.000 barrils diaris de producció el 2017 i deixar Iran, Nigèria i Líbia fora del límit extractiu. En resposta a l'acord, el petroli de qualitat Brent va passar dels 46 als 49 dòlars per barril, una tendència que confirma l'escenari de CaixaBank Research de recuperació del petroli durant la resta de l'any. No obstant això, les elevades existències, la resistència del *shale* i el menor creixement de la demanda esperada suggereixen que, a mitjà termini, la velocitat a la qual es recuperarà serà més lenta del que s'havia previst.

Xina: PIB

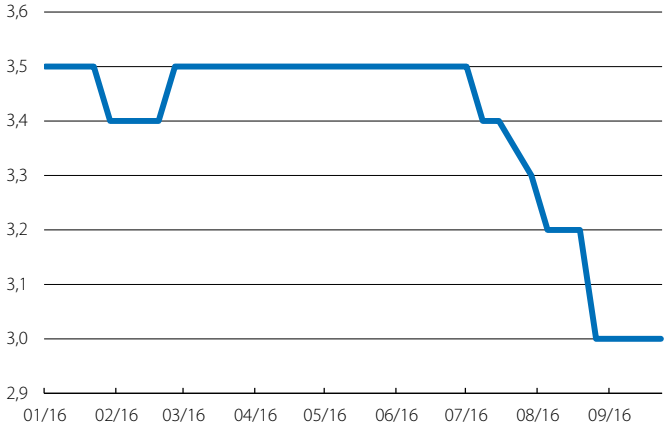
Variació intertrimestral i interanual (%)



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

Turquia: evolució de les previsions de creixement del PIB per al 2017

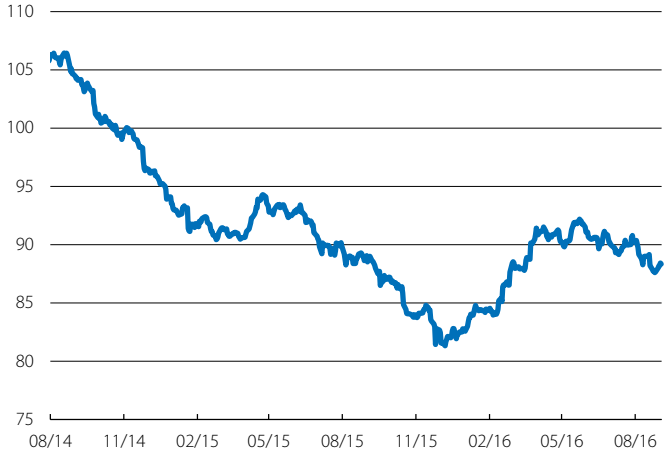
Variació anual (%)



Nota: *Consens dels analistes (Bloomberg).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Primeres matèries: cotitzacions

Índex (100 = 01-01-2014)



Nota: *Índex CRB de primeres matèries.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del CRB.*

FOCUS · Clintonomics *vs.* Trumponomics

Hillary Clinton i Donald Trump, els dos candidats que es disputaran la presidència nord-americana el proper 8 de novembre, plantegen un programa polític, econòmic i social totalment oposat. Tant és així que és inevitable preguntar-se per les implicacions que cada programa pot comportar per a l'economia dels EUA.

Impostos i despesa pública, comerç internacional i immigració són les tres qüestions més rellevants dels dos programes, i, segurament, la necessitat d'augmentar la despesa en infraestructures és l'únic element en comú (vegeu la taula).

Pel que fa a l'àmbit fiscal, els dos candidats defensen la necessitat d'incrementar la despesa.[1] Però, mentre que Clinton defensa que cal apujar també els impostos, en especial a les persones amb les rendes més altes, Trump defensa una retallada impositiva forta i generalitzada, tot i que beneficiosa, principalment, per a les persones amb les rendes més elevades. Aquest posicionament del candidat republicà ha rebut nombroses crítiques a causa de l'important augment del deute públic que comportaria. En particular, i segons l'organització independent Committee for a Responsible Federal Budget, el programa fiscal de Trump duria el deute públic del 104% del PIB actual al 143% el 2026. En canvi, l'augment de la despesa proposat per Clinton seria compensat, en gran part, per l'increment en la recaptació impositiva. En aquest cas, i segons el mateix organisme, el deute públic en percentatge del PIB amb prou feines variaria i se situaria en el 107% del PIB el 2026.[2]

Més enllà del perímetre fiscal i de les seves conseqüències sobre l'erari, preocupen els efectes que les mesures tributàries, de despesa pública, d'obertura internacional i d'immigració tindrien sobre el creixement econòmic del país. En aquest sentit, el programa de Trump és el que surt més mal parat. Malgrat que una despesa més elevada en infraestructures pot representar una millora del potencial de creixement a mitjà termini, l'elevat nivell de deute públic i la retallada impositiva proposada limitarien la capacitat d'augmentar la despesa. Així mateix, el potencial del país també quedaria afectat arran del major aïllament econòmic que proposa el candidat republicà. En aquest sentit, destaca la seva voluntat de deportar més d'11 milions d'immigrants indocumentats i d'incrementar les barreres comercials amb Mèxic i la Xina, països als quals acusa de beneficiar-se de les relacions amb el EUA.

De nou, a l'altre extrem, Clinton defensa la controvertida legalització d'un gran nombre d'immigrants sense papers, entre altres mesures favorables a una major obertura als fluxos migratoris. Pel que fa als vincles comercials amb la resta del món, tot i que no es presenta com una acèrrima defensora del lliure comerç, adopta una posició conservadora, la qual cosa ajudaria a mantenir les relacions comercials actuals sense grans canvis. En conjunt, les polítiques de Clinton no s'allunyen gaire de l'*statu quo* actual, de manera que és raonable pensar que, a mitjà termini, el creixement de l'economia nord-americana es mantindria en cotes semblants a les actuals.[3]

Així i tot, i abans de finalitzar, és important destacar que la probabilitat que Clinton o Trump puguin desenvolupar al 100% els seus programes és limitada. Perquè fos possible, un mateix partit polític hauria de guanyar les eleccions presidencials i obtenir una majoria còmoda en les legislatives (també el 8 de novembre, i on es disputen tots els escons de la Càmera de Representants i es renova un terç del Senat). Una legislatura sense majories clares, com sembla probable, comportarà polítiques menys radicals i més continuistes.

	Hillary Clinton	***Donald Trump***
Impostos i despesa pública	▲ Impostos (en especial a persones amb rendes més altes)	▼ Impostos (en especial a persones amb rendes més altes)
	▲ Despesa en infraestructures (275.000 M $ en cinc anys)	▲ Despesa en infraestructures (quantitat sense especificar)
	▲ Despesa en educació (500.000 M $ en 10 anys) ▲ Despesa en salut (400.000 M $ en 10 anys)	▲ Despesa en defensa (quantitat sense especificar) Revertir l'*Affordable Care Act* (Obamacare)
Comerç internacional	• Polítiques comercials moderades (manteniment de l'*statu quo*)	• Sortida del *Trans-Pacific Partnership* • Forts aranzels a la Xina i a Mèxic
Immigració	• Legalització de nombrosos immigrants indocumentats	• Deportació massiva d'immigrants • Barreres a la immigració

Font: *CaixaBank Research, a partir d'informació dels programes dels dos candidats, del Committee for a Responsible Budget, de Deutsche Bank i de Moody's Analytics.*

1. Mentre Clinton ofereix un ampli detall en les gairebé 40 mesures del seu programa, Trump se sol limitar a oferir un comunicat molt general dels diferents punts d'interès.
2. Altres estudis, com l'elaborat pel Tax Policy Center, donen estimacions semblants per als dos programes. La suavització de la proposta impositiva inicial de Trump sota la qual es van efectuar moltes de les anàlisis no comporta un canvi radical de les estimacions.
3. Moody's Analytics prediu un creixement econòmic anual mitjà el 2016-2026 de l'1,4% si guanya Trump; del 2,4% si ho fa Clinton, i del 2,1% si no es produeixen canvis en les polítiques actuals. En la mateixa línia, Oxford Economics i el Peterson Institute for International Economics apunten a pèrdues rellevants en PIB i en ocupació si s'incrementen els aranzels sobre els béns procedents de Mèxic i de la Xina i si es duen a terme les deportacions anunciades per Trump.

FOCUS · El deute corporatiu xinès: hi ha motius per preocupar-se?

D'un temps ençà, ha augmentat la preocupació pel deute xinès i, en particular, pel deute corporatiu. El motiu que explica aquesta preocupació és que dues terceres parts del deute no financer total provenen del sector corporatiu. A això s'afegeix l'augment de la morositat a la banca: els crèdits de mala qualitat[1] han passat del 3,5% de l'inici del 2014 al 5,8% actual, i l'FMI estima que les pèrdues dels bancs associades a aquests crèdits podrien arribar al 7% del PIB xinès.

Aquesta preocupació és fundada. Segons les dades del BIS, al març del 2016, la ràtio del deute corporatiu xinès en relació amb el PIB era del 169% i, des de l'inici del 2009, ha augmentat 72 p. p. Si es fa una comparativa internacional, s'observa que la Xina és l'única economia de pes on tant el nivell com el creixement del deute se situen en cotes elevades (als EUA i a la zona de l'euro, el deute corporatiu se situa en el 71,6% i en el 105% del PIB, respectivament).

Dit això, i abans de continuar analitzant el deute corporatiu xinès, és rellevant esmentar que hi ha alguns elements que el matisen. D'una banda, aquesta xifra inclou una bona part del deute dels governs locals xinesos, que han usat uns vehicles especials per finançar costosos projectes en infraestructures i en promocions immobiliàries. Segons l'FMI, aquest deute representa el 41% del PIB, però és complex identificar quina part estaria disposada a assumir el Govern central si els ens locals no poguessin fer-se'n càrrec. De l'altra, hi ha un problema de doble comptabilitat, ja que els *entrusted loans*, utilitzats, principalment, entre empreses de la mateixa matriu per prestar-se diners, representen el 17% del PIB. Tenint en compte aquests factors, és possible que el deute corporatiu sigui una mica menor i que s'acosti més a les estimacions de l'FMI (el 145% del PIB).

Malgrat aquests matisos, és indiscutible que el nivell del deute corporatiu xinès és preocupant. Serveixi de referència que diverses estimacions consideren que ràtios superiors al 90% poden ser un llast per a l'economia, ja que xocs econòmics de petita magnitud poden perjudicar seriosament les empreses endeutades i provocar un augment dels impagaments i una disminució de la demanda agregada.[2]

Seguint amb l'estudi del deute, un factor negatiu que cal tenir en compte és que una bona part del deute està emès per empreses públiques (SOE[3]), menys eficients i amb uns nivells de palanquejament elevats, tot i que també és cert que els poders públics podrien ajudar aquestes empreses en cas de necessitat. Així mateix, destaca l'elevada concentració del deute en uns pocs sectors: el 32% del total al sector manufacturer, el 29% al sector immobiliari i de construcció i el 23% en mineria i serveis bàsics. Aquesta concentració pot incrementar el risc sistèmic del deute si algun d'aquests sectors entra en crisi i no pot afrontar les seves obligacions.

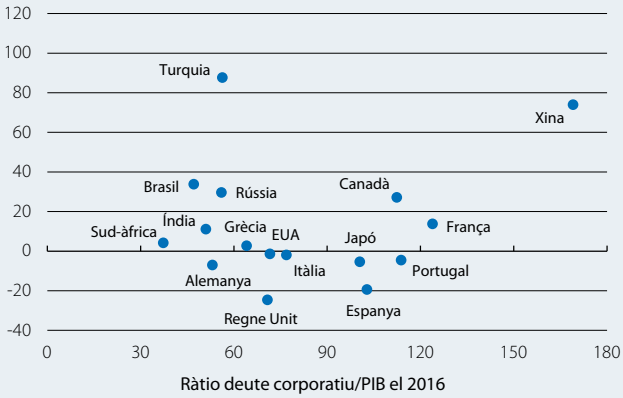
També és important analitzar el finançament del deute i el seu venciment. El deute s'ha finançat, en bona part, a través del crèdit facilitat pel sector bancari, de manera que cal estudiar la relació d'aquest sector amb el sector corporatiu. Així, el 2014, la contribució del sector bancari al crèdit total va ser, segons les dades oficials, del 69%. No obstant això, la seva contribució era del 87% el 2008, de manera que el pes del sector bancari ha disminuït davant la puixança del *shadow banking*.

D'altra banda, més de la meitat del deute corporatiu és a curt termini (ni als EUA ni a la zona de l'euro el deute a curt termini supera un terç del total), i les empreses xineses han de retornar o (renovar), durant la segona meitat del 2016, 341.000 milions de dòlars de deute, la qual cosa suggereix que algunes empreses es podrien veure en un compromís en un futur proper.

En definitiva, el deute corporatiu a la Xina és elevat i ha crescut molt de pressa en els últims anys, de manera que pot ser una font de problemes. Es tracta d'un tema que caldrà seguir molt de prop.

Comparativa internacional del deute corporatiu

Creixement de la ràtio de deute corporatiu/PIB 2009-2016



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Pagaments Internacionals.*

1. Els crèdits de mala qualitat són la suma dels *non-performing loans* i dels *special mention loans*.
2. Vegeu Cechetti, S., Mohanty, M. S. i Zampolli, F. (2011), «The real effects of debt», Bank of International Settlements, Working Papers, núm. 352.
3. SOE és un acrònim que significa *State-owned enterprise*.

PRINCIPALS INDICADORS

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

ESTATS UNITS

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Activitat									
PIB real	2,4	2,6	2,2	1,9	1,6	1,3	–	...	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,3	4,2	3,5	4,0	–118,9	3,7	3,4	...
Confiança del consumidor *(valor)*	86,9	98,0	98,3	96,0	96,0	94,8	96,7	101,8	104,1
Producció industrial	2,9	0,3	0,1	–1,6	–1,6	–1,0	–0,5	–1,1	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	55,6	51,3	51,0	48,6	49,8	51,8	52,6	49,4	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.001	1.108	1.156	1.135	1.151	1.159	1.212	1.142	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	171	179	179	182	187	188	188	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	6,2	5,3	5,2	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,0	59,3	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–3,6	...	...
Preus									
Preus de consum	1,6	0,1	0,1	0,5	1,1	1,1	0,8	1,1	...
Preus de consum subjacent	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	...

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

JAPÓ

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

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

XINA

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

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 · Prossegueix la recuperació de la zona de l'euro a un ritme lent però ferm

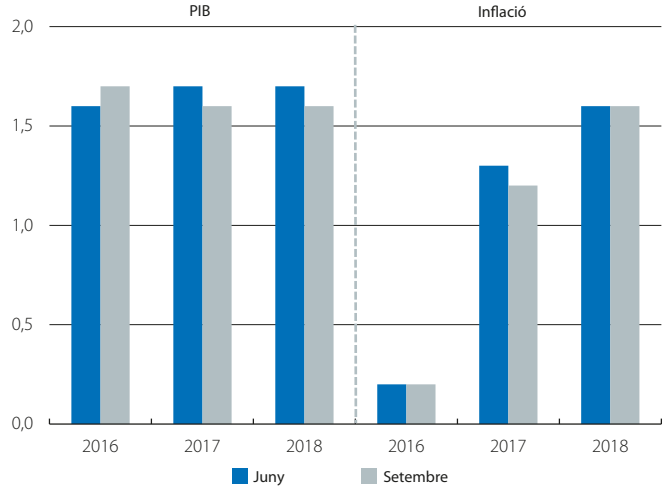
El creixement de la zona de l'euro es consolida en cotes moderades i amb riscos a l'horitzó. El repunt de la incertesa causada pel *brexit* ha tingut un impacte més contingut del que s'havia anticipat a la zona de l'euro. Així, les previsions de CaixaBank Research, com les de la majoria d'analistes, situen el creixement del PIB al voltant de l'1,5% el 2016 i en l'1,3% el 2017. S'espera que la demanda interna i, en particular, el consum de les llars continuïn sent els pilars de la recuperació, tot i que el sector exterior guanyarà protagonisme de forma gradual. Una altra mostra de l'impacte limitat que s'espera que tingui el *brexit* a la zona de l'euro, com a mínim a curt termini, és que el BCE ha mantingut gairebé sense canvis les seves previsions econòmiques. De fet, la institució va revisar lleugerament a l'alça la previsió de creixement per al 2016, fins a l'1,7%, lleugerament per damunt de les previsions de CaixaBank Research. En canvi, va efectuar una lleugera revisió a la baixa en les previsions per al 2017 i el 2018, que va deixar en l'1,6%. En conjunt, per tant, s'espera que, a mitjà termini, la zona de l'euro continuï creixent a taxes similars a les observades en els últims trimestres. De tota manera, la incertesa continua sent elevada, i el *brexit* es manté com una de les principals fonts de risc. En aquest sentit, la *premier* Theresa May ha anunciat que demanarà formalment la sortida del Regne Unit de la UE abans del final de març. A partir d'aquest moment, començaran les negociacions, i la sortida podria ser efectiva el 2019. L'impacte econòmic del *brexit* a mitjà i a llarg termini (per al Regne Unit i per a la UE) dependrà del procés negociador i de la nova relació que, finalment, s'acordi entre el Regne Unit i la UE.

El sector exterior, clau en l'avanç de la zona de l'euro en el 2T. En concret, el creixement del PIB va ser del 0,3% intertrimestral, i l'aportació de la demanda externa al creixement va ser de 0,4 p. p. L'aportació de la demanda interna, per tant, va ser de –0,1 p. p. De tota manera, cal interpretar aquestes dades amb cautela. La contribució negativa de la demanda interna va ser deguda, sobretot, a la caiguda dels inventaris, mentre que el consum de les llars va continuar avançant a un ritme notable. Atesa l'elevada volatilitat que solen presentar els inventaris i la major inèrcia del consum de les llars, tot fa pensar que, en els propers trimestres, la demanda interna continuarà donant suport al creixement. Cal destacar, com ja ha estat la tònica habitual en els trimestres anteriors, el ritme d'avanç dispar entre països, amb Espanya i Alemanya creixent a un ritme molt superior al de Portugal, França i Itàlia.

Els indicadors d'activitat apunten a un ritme de creixement similar en els propers trimestres. Així ho reflecteix, per exemple, l'índex PMI compost de la zona de l'euro per al 3T, que es va situar en els 52,9 punts, un registre gairebé calcat al del 2T, en concret de 53,1 punts. Una altra mostra d'això l'ofereix l'índex de sentiment econòmic, que es va mantenir en el 3T en els

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

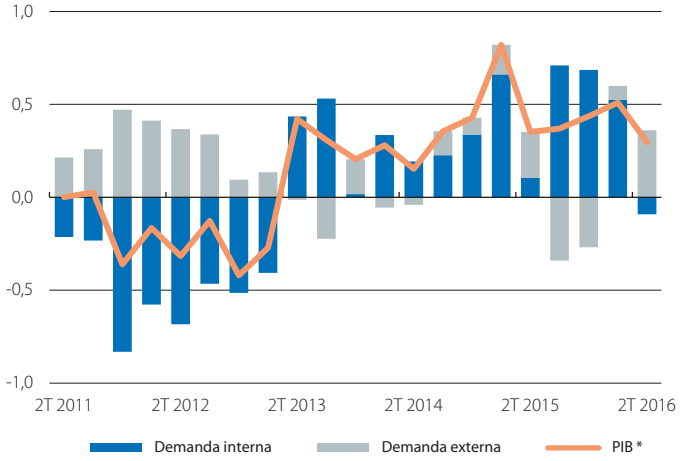
Variació anual (%)



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

Zona de l'euro: PIB

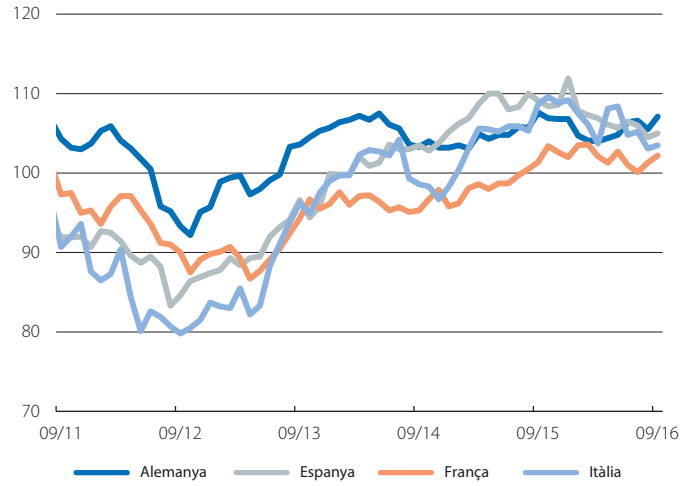
Contribució al creixement intertrimestral (p. p.)



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

Zona de l'euro: índex de sentiment econòmic

Nivell



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

104,3 punts, un registre que també és molt similar al del 2T. Els riscos a la baixa, però, no són menors. L'índex de producció industrial, per exemple, va créixer el 0,2% al juliol (mitjana de la variació interanual dels tres últims mesos), un ritme menor al dels primers mesos de l'any, i la tendència de fons que es percep al sector industrial és de clara desacceleració.

Continua la bona tònica del consum de les llars. Les vendes al detall de la zona de l'euro van accelerar el creixement fins al 2,4% interanual al juliol, un ritme superior a l'experimentat en la primera meitat de l'any (l'1,8%) i a la mitjana històrica (el 0,7%). Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor de la zona de l'euro per al 3T es va situar en els –8,2 punts, un nivell similar al del primer semestre (–8,1). A més a més, s'espera que la tendència que dibuixen aquests indicadors es mantingui en els propers trimestres, ja que els principals factors de suport (manteniment del ritme de creació d'ocupació, confiança en la capacitat de recuperació i condicions financeres laxes) continuaran actius.

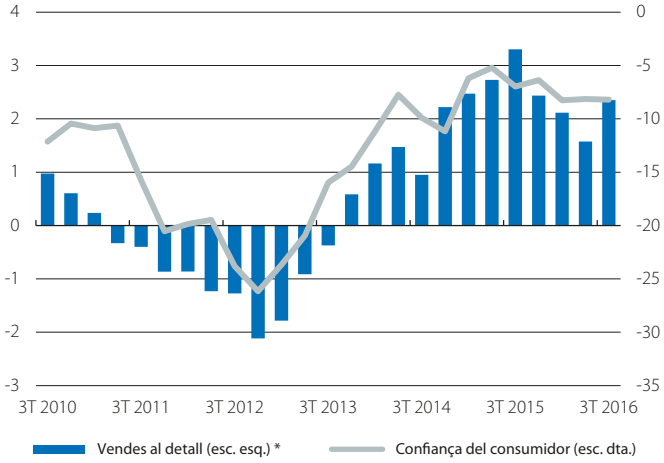
La recuperació del mercat laboral es consolida i apuntala l'avanç del consum de les llars. En el 2T 2016, l'ocupació va augmentar l'1,5% interanual a la zona de l'euro, un ritme una mica superior al dels dos trimestres anteriors. Per països, destaca el ritme de creació d'ocupació a Alemanya (el 2,5%) i a Espanya (el 2,3%), mentre que, a Itàlia (el 2,0%) i, en particular, a França (el 0,5%), es manté una mica més endarrerit. La taxa d'atur, per la seva banda, es va situar en el 10,1% a l'agost, 6 dècimes per sota del nivell d'un any abans. També en aquest cas els nivells continuen sent molt dispars entre països. Pel que fa als costos salarials, en el 2T 2016, l'increment interanual va ser del 0,9%, 1,3 p. p. per sota del trimestre anterior. Aquesta disminució va ser deguda, en gran part, al sorprenent menor increment salarial observat a Alemanya (del 2,7% en el 1T 2016 a l'1,1% en el 2T 2016).

Es consolida l'avanç de la inflació a la zona de l'euro. L'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH) de la zona de l'euro va avançar el 0,4% interanual al setembre, un registre 2 dècimes superior al del mes anterior, gràcies, sobretot, a la menor caiguda del component energètic. Per la seva banda, la inflació subjacent es va mantenir estable en el 0,8% per cinquè mes consecutiu. Les previsions de CaixaBank Research consideren que la inflació es continuarà recuperant, amb el suport de l'augment progressiu del preu del petroli i de la recuperació de la demanda interna.

El superàvit per compte corrent continua en nivells elevats. En concret, va arribar als 343.000 milions d'euros al juliol (acumulat de 12 mesos), un registre que se situa una mica per damunt de la mitjana de la primera meitat de l'any i que continua dibuixant una via alcista similar a la dels últims anys. La fortalesa del saldo corrent rau, sobretot, en l'augment del superàvit del compte de béns (362.000 milions d'euros al juliol), que, en part, ha estat esperonat, en els últims trimestres, per la caiguda del preu del petroli. Un altre element que impulsa les exportacions europees és la depreciació de l'euro. Mentre que és probable que l'efecte del preu del petroli comenci a revertir

Zona de l'euro: indicadors de consum

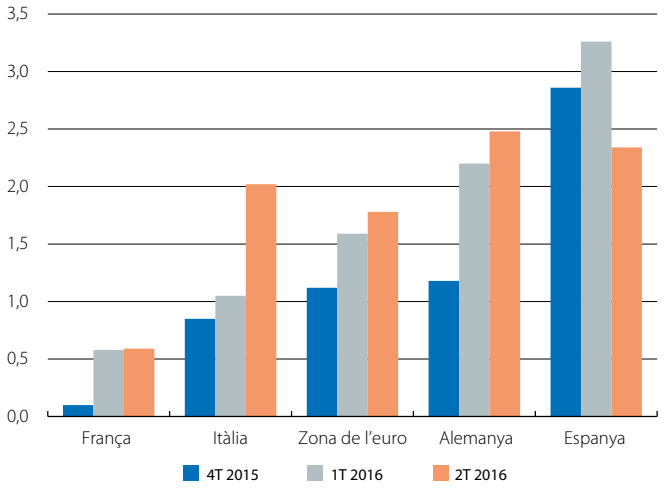
Variació interanual (%) *Nivell*



Nota: ** 3T 2016 inclou, només, les dades del juliol.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de la Comissió Europea.*

Ocupació

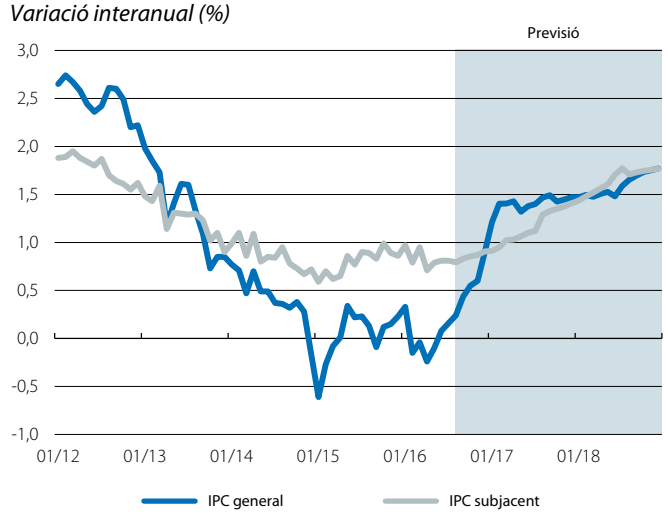
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

Variació interanual (%)



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

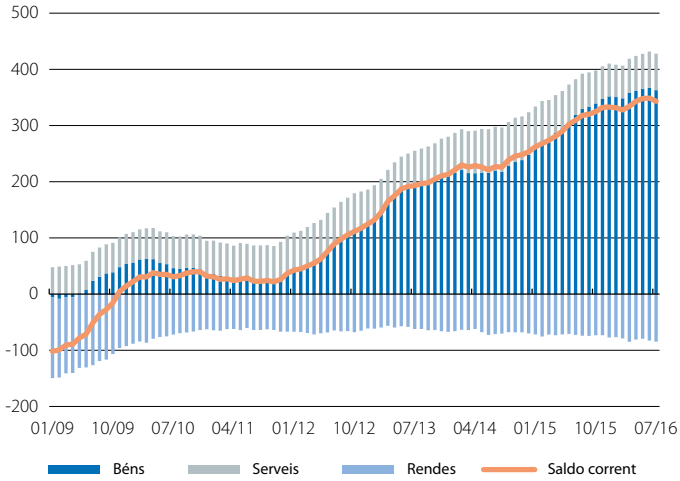
en els propers trimestres, atès que esperem que consolidi una tendència alcista gradual, l'efecte de la depreciació de l'euro es mantindrà actiu, en part a causa del manteniment de la política monetària ultralaxa del BCE. A tot plegat, a més a més, s'afegirà una demanda global que, a poc a poc, anirà recuperant la força perduda en els últims trimestres. En conjunt, per tant, esperem que el sector exterior torni a recuperar un cert protagonisme.

El BCE mantindrà les condicions monetàries acomodatícies. El BCE, en la reunió de setembre, va deixar la política monetària sense canvis i va insistir que l'entorn acomodatici es mantindrà els propers trimestres. Tot i que el creixement de la zona de l'euro continua sent relativament baix, l'impacte de les mesures del BCE és important. L'M3, per exemple, creix per damunt del 5% interanual, de mitjana, des del gener del 2015. Una altra mostra de l'efecte de les mesures del BCE és el relaxament de les condicions d'accés al crèdit, que es tradueix en una major concessió de préstecs. No obstant això, cal apuntar que les polítiques impulsades pel BCE no estan lliures de riscos, ja que poden generar una mala assignació dels recursos i una excessiva presa de riscos. A més a més, cada vegada és més evident que el marge d'actuació del BCE és ja molt limitat. Per tant, cal esperar que el gros de l'actuació de política econòmica s'orienti cap a la política fiscal, als pocs països que disposen d'un cert marge, i, sobretot, cap a les reformes estructurals, àrea en què tots els països tenen recorregut.

La Comissió Europea demana que s'insisteixi més en les reformes estructurals i que s'utilitzi de forma adequada el marge fiscal disponible. En concret, la Comissió Europea suggereix que un element que pot reactivar el creixement a curt i a llarg termini és la inversió en infraestructures. Per aquest motiu, ha ampliat la durada i la dimensió del Fons Europeu d'Inversions Estratègiques (FEIE), també conegut com el Pla Juncker. Aquesta prolongació del FEIE, gestionat pel Banc Europeu d'Inversions (BEI), hauria d'incrementar la seva capacitat de finançament fins als 500.000 milions d'euros el 2020. L'èxit final del pla dependrà de les inversions que es triïn i de l'èxit a l'hora d'atreure el finançament privat. No obstant això, la mesura il·lustra la voluntat de la Comissió Europea de donar més pes a la inversió per augmentar les perspectives econòmiques de la zona de l'euro.

Zona de l'euro: saldo corrent

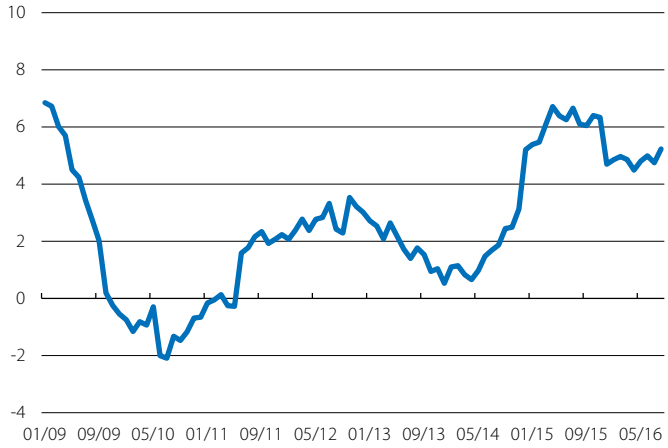
Milers de milions d'euros (acumulat de 12 mesos)



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

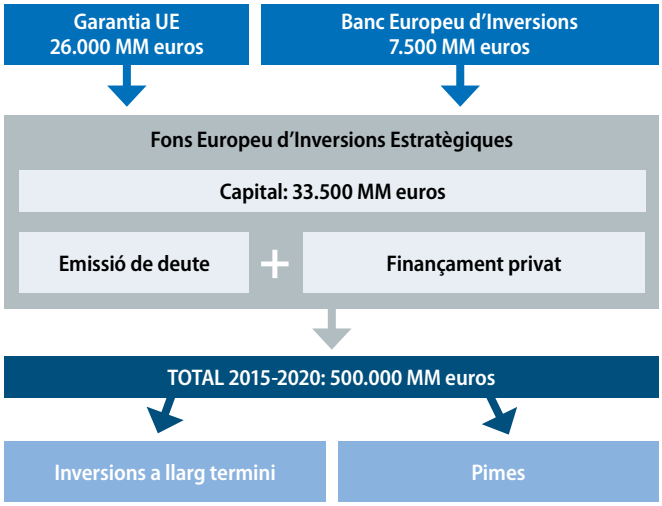
Agregat monetari M3

Variació interanual (%)



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

Ampliació del Fons Europeu d'Inversions Estratègiques (FEIE)



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

FOCUS · El biaix en les previsions de tipus d'interès dels mercats

El Banc Central Europeu (BCE) va començar a abaixar tipus fa vuit anys,[1] i, segons va reconèixer la mateixa entitat al juny, el mercat no espera un augment del tipus de referència (refi) fins al 2021. Cregui o no el lector que el tipus refi es mantindrà en mínims cinc anys més. Tot seguit, analitzem per què la lectura que es fa de les expectatives del mercat és, en molts casos, incorrecta.

La manera més senzilla d'obtenir el tipus d'interès futur que espera avui el mercat consisteix a comparar els tipus d'interès actuals a diferents venciments. Per exemple, els tipus d'interès del deute públic a dos i a 10 anys permeten obtenir, implícitament, el tipus a vuit anys que s'espera observar d'aquí a dos anys. No obstant això, la informació d'aquests tipus implícits està esbiaixada.

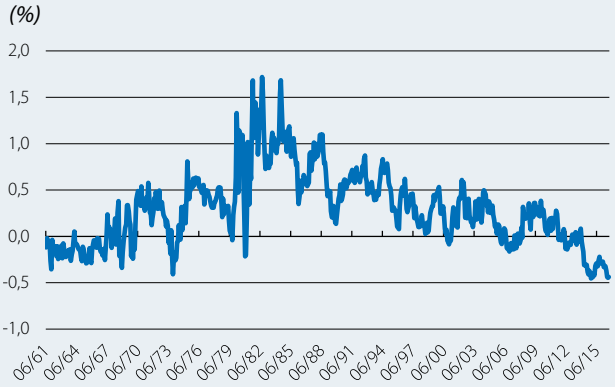
En concret, el tipus d'interès a llarg termini reflecteix les expectatives sobre els tipus en el futur i una prima temporal pel risc addicional de comprometre's amb una inversió a llarg termini (en lloc de reinvertir contínuament a venciments curts).[2] En l'actualitat, aquesta prima presenta valors negatius gens negligibles als EUA (vegeu el primer gràfic). Els inversors estan disposats a sacrificar una part de la rendibilitat que *a priori* obtindrien reinvertint en actius a curt termini, per assegurar-se una rendibilitat a llarg termini. Més enllà d'indicar una disposició a pagar per invertir a tipus fix a llarg termini, una prima temporal negativa implica que els tipus a llarg termini observats al mercat proporcionen una estimació esbiaixada a la baixa de les expectatives de tipus futurs. Com ho il·lustra el segon gràfic, un cop ajustem les dades amb la prima temporal, s'observa que el mercat espera uns tipus significativament més alts. Per exemple, segons la corba d'implícits, el 2020, el tipus d'interès a un any de la lletra del tresor nord-americà rendiria a l'1,7%. No obstant això, quan ajustem per la prima temporal, veiem que el mercat espera que rendeixi el 2,4%.

Aquest biaix en l'estimació dels tipus implícits ha augmentat amb la implementació de polítiques monetàries no convencionals. En particular, la compra d'actius a gran escala per part dels principals bancs centrals de les economies avançades contribueix a deprimir la prima temporal, perquè redueix la incertesa sobre la política monetària futura i augmenta la demanda de deute públic a llarg termini.[3] Per tant, mentre els bancs centrals continuïn comprant actius a gran escala, els tipus implícits utilitzats comunament, que no ajusten la prima temporal, suggeriran unes expectatives sobre els tipus futurs artificialment baixes.

En conclusió, malgrat que el mercat és un gran processador d'informació, en l'entorn actual, és especialment important ser acurat a l'hora d'interpretar-la.

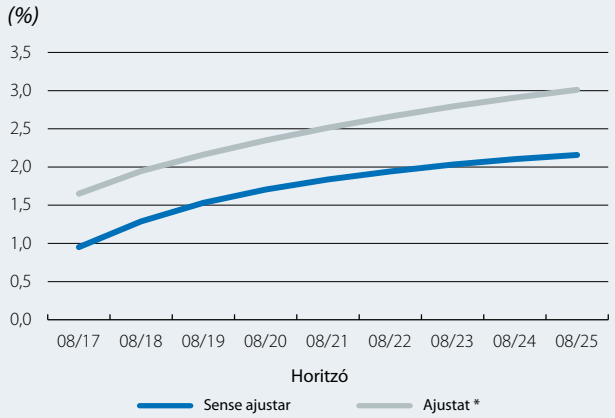
1. Tot i que es va intentar una normalització entre el maig i el juliol del 2011, es va desfer ràpidament al novembre del mateix any.
2. Per a més informació sobre la prima temporal, vegeu el Focus «La prima de risc temporal dels *treasuries* nord-americans: no hi és, però se l'espera», de l'IM12/2014.
3. Altres factors responsables són una percepció baixa del risc d'inflació i una forta demanda global d'actius segurs i líquids.

Prima temporal del tipus d'interès a un any del deute del Tresor dels EUA *



Nota: ** Estimació segons el mètode d'Adrian, Crump i Moench (2013), «Pricing the term structure with linear regressions», Journal of Financial Economics, 110.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

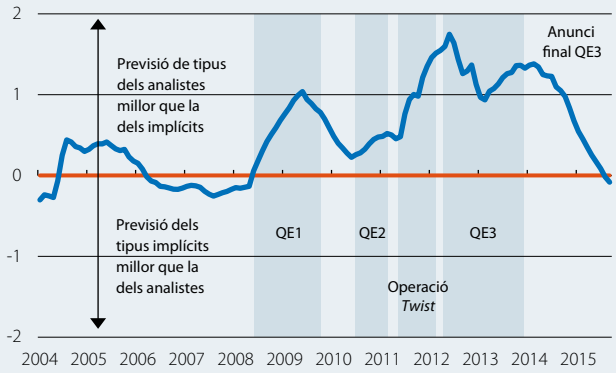
Tipus d'interès a un any del Tresor dels EUA: previsió de mercat



Nota: ** Previsió un cop eliminada la prima temporal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

Tipus implícits vs. previsió de tipus dels analistes: * error de previsió a 12 mesos vista

*(Logaritme de l'error relatiu, ** mitjana mòbil de 12 mesos)*



Notes: ** Previsió de la lletra a tres mesos del tresor nord-americà. ** Un valor superior (inferior) a 0 indica una millor (pitjor) previsió dels analistes en relació amb els tipus implícits.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Consensus Economics i de Bloomberg.*

FOCUS · Continua la saga de la banca italiana

Fa mesos que la banca italiana està sota una intensa pressió, i les notícies que arriben no acaben d'apaivagar els temors. Aquest estiu, la publicació dels tests d'estrès realitzats pel BCE i per l'Autoritat Bancària Europea (EBA) va oferir més evidències sobre la seva delicada situació.[1] Una altra mostra de la feblesa del sector és que, des de l'inici de l'any, la cotització de les principals entitats ha reculat el 40%, el doble que el conjunt de la banca europea o espanyola.

Els problemes de la banca italiana es manifesten, en general, en una rendibilitat molt baixa (una pressió que pateix el conjunt de la banca europea) i, en especial, en una taxa de morositat elevada i en uns nivells de cobertura baixos. Els factors que alimenten els temors són múltiples i complexos. Alguns vénen de lluny, com els elevats costos operatius, un govern corporatiu no sempre òptim i l'elevada sensibilitat al cicle econòmic. A aquesta feblesa estructural, s'han afegit, en els últims trimestres, l'entorn de tipus d'interès baixos i l'augment de la pressió reguladora.

Per esvair els dubtes que planen sobre la banca italiana, cal adoptar mesures que reparin els balanços a curt termini i mesures de caràcter estructural. Els dos reptes són d'envergadura. Pel que fa a les mesures a curt termini, cal tenir en compte que la cartera de crèdits dubtosos se situa al voltant dels 360.000 milions d'euros,[2] el 18% del total de préstecs. El repte, per tant, és majúscul, i les mesures plantejades fins avui no han estat a l'altura. El Govern italià intenta buscar fórmules que evitin la utilització de fons públics per rescatar les entitats amb problemes i l'assumpció de pèrdues per part dels petits inversors. Així, d'una banda, s'han creat dos mecanismes per assistir els bancs, el fons Atlante i el règim de garanties estatals a les titulitzacions de préstecs dubtosos (GACS). L'objectiu del fons Atlante és atreure capital privat per recapitalitzar les entitats que ho requereixin i adquirir carteres dubtoses, però està dotat de poc capital (4.250 milions d'euros), la qual cosa en limita la capacitat d'acció. De l'altra, el GACS, vigent des de fa uns mesos, pretén incentivar les titulitzacions d'actius dubtosos per treure'ls del balanç dels bancs, però no ha tingut l'èxit esperat, ja que el mecanisme de transferència dels préstecs dubtosos al vehicle de titulització no convenç ni els bancs ni els inversors. Finalment, altres mesures que pretenen ajudar a sanejar els balanços bancaris són l'agilitació dels processos concursals i d'adjudicació d'actius i la implementació de mecanismes que incentivin l'augment de les provisions.

De totes les mesures plantejades per assegurar la sostenibilitat de la banca italiana a llarg termini, destaquen: facilitar la consolidació del sistema bancari (hi ha més de 640 entitats), la qual cosa hauria de permetre guanyar eficiència mitjançant la generació d'economies d'escala, i millorar la governança corporativa. En aquest sentit, s'ha aprovat recentment un decret llei que busca modernitzar l'estructura de govern dels bancs cooperatius i mutuals i promoure'n la consolidació. A més a més, s'espera que la supervisió bancària, que ara depèn del BCE, ajudi a dotar de més transparència i credibilitat el sistema.

Per si la idiosincràsia del sector bancari italià no fos prou complexa, per obtenir una fotografia completa de la situació del sector, cal tenir present el context econòmic i polític. Tres elements, la situació bancària, la feblesa econòmica i la falta de lideratge polític, que estan estretament relacionats entre si. Fa molts anys que el creixement de l'economia italiana és decebedor (des del 2001, la taxa de creixement mitjana és del 0,0%), i les reformes dutes a terme no han aconseguit canviar aquesta tendència.

En aquest context, per tant, el resultat del proper referèndum sobre la reforma constitucional és de màxima importància. El referèndum, més enllà dels possibles canvis que la reforma pretén implementar, permetrà calibrar el suport amb què compta M. Renzi per continuar implementant el programa de reformes. Ara com ara, les enquestes mostren una proporció d'indecisos notable, de manera que no conviden a l'optimisme.

Sector bancari europeu: solvència, rendibilitat i risc creditici

(%)

		Alemanya	Espanya	França	Països Baixos	Itàlia	Portugal	UE
Solvència	CET 1 *(fully loaded)*	13,3	10,6	13,2	13,7	11,3	10,0	12,9
Rendibilitat	ROE	2,5	7,0	5,3	7,5	3,3	–2,5	5,8
	Ràtio d'eficiència	76,5	52,1	75,9	68,9	69,0	68,6	66,0
Risc creditici	Ràtio de morositat	3,1	6,3	4,0	2,7	16,6	19,2	5,7
	Ràtio de cobertura	37,3	45,4	50,9	37,5	45,8	41,0	43,8

Nota: *Dades del 1T 2016. La ràtio de capital CET1* fully loaded *utilitza dades actuals i incorpora les exigències del regulador per al 2019.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'*EBA Risk Dashboard.

1. En els tests d'estrès del juliol, una entitat italiana va obtenir els pitjors resultats de tota la UE: en l'escenari advers, Monte dei Paschi di Siena va patir una caiguda de la ràtio de capital CET1 *fully loaded* fins al –2,4%. Ja ha anunciat un pla de sanejament que contempla la venda d'un paquet important de préstecs dubtosos i una ampliació de capital de 5.000 milions d'euros.
2. Estoc brut de préstecs dubtosos (NPL) al final del 2015. Dades d'*IMF Italy Country Report*, juliol del 2016.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16	09/16
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,4	2,7	3,3	2,4	2,2	1,5	2,9	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	0,9	2,0	2,5	1,7	1,3	1,0	–0,5	...	...
Confiança del consumidor	–10,2	–6,2	–7,0	–6,4	–8,3	–7,8	–7,9	–8,5	–8,2
Sentiment econòmic	101,5	104,2	104,5	106,2	104,0	104,3	104,5	103,5	104,9
PMI manufactures	51,8	52,2	52,2	52,8	51,7	52,0	52,0	51,7	52,6
PMI serveis	52,5	54,0	54,0	54,2	53,3	53,1	52,9	52,8	52,1
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	0,6	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	...	...	...
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	11,6	10,9	10,7	10,5	10,3	10,1	10,1	10,1	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	5,0	4,6	4,5	4,5	4,3	4,3	4,2	4,2	...
França *(% pobl. activa)*	10,3	10,4	10,5	10,2	10,2	10,0	10,3	10,5	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	12,6	11,9	11,6	11,6	11,6	11,5	11,4	11,4	...
Espanya *(% pobl. activa)*	24,5	22,1	21,6	20,9	20,5	20,1	19,6	19,5	...

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

Sector exterior

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

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

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	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	07/16	08/16
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres [1]	–2,6	–0,4	–0,1	0,4	1,1	1,6	1,9	1,9
Crèdit a les llars [1, 2]	–0,1	0,7	1,0	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)*	2,0	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge [4] *(%)*	2,6	2,1	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	6,0	11,0	12,0	11,4	11,2	10,1	9,4	10,0
Altres dipòsits a curt termini	–2,0	–3,9	–4,6	–4,0	–2,6	–2,1	–1,4	–1,5
Instruments negociables	–7,2	2,8	1,6	0,7	–1,0	2,5	5,0	4,5
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	1,3	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	...

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

CONJUNTURA · L'economia continua avançant a bon ritme

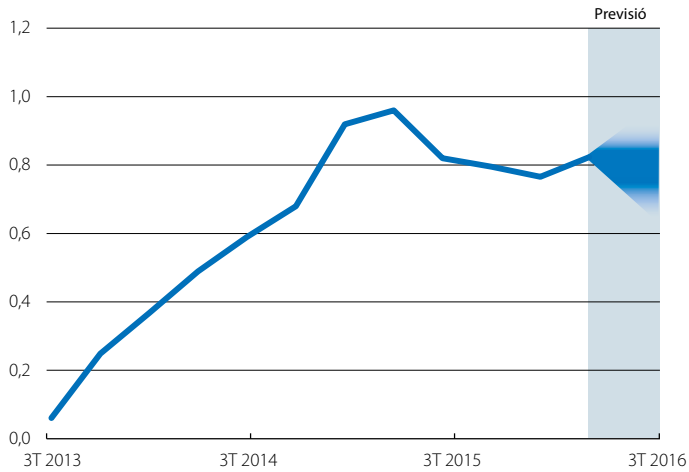
El ritme de creixement es va mantenir elevat en el 3T. Malgrat que la informació disponible encara és incompleta, els indicadors d'activitat d'alta freqüència palesen que el ritme d'expansió es va mantenir molt vigorós entre el juliol i el setembre. En concret, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research situa el creixement intertrimestral en el 0,8%, un registre similar al dels quatre últims trimestres. El bon funcionament de l'activitat des del començament d'enguany, millor del que s'havia previst, ha empès molts analistes a revisar a l'alça la previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2016 (a CaixaBank Research, mantenim la previsió en el 3,1%, ja que ja la vam millorar el mes passat). La previsió per al 2017, però, no ha estat revisada i se situa en un rang considerablement inferior al del 2016, entre el 2,1% i el 2,5% (la previsió de CaixaBank Research és del 2,4%). Això implica que, en el tram final d'enguany i, sobretot, durant l'any vinent, s'espera una desacceleració de l'activitat, amb taxes de creixement del PIB al voltant del 0,6% intertrimestral.

Pel costat de l'oferta, el sector serveis es consolida com el principal motor de la recuperació. Des de l'inici de la millora en el 3T 2013, el sector d'activitat que ha liderat la recuperació pel costat de l'oferta ha estat el dels serveis de mercat (sector serveis, excloses l'Administració pública, la sanitat i l'educació). I, ara com ara, aquesta fortalesa no perd embranzida. Així ho mostra l'índex de la xifra de negocis del sector serveis, que va avançar un notable 4,4% interanual al juliol. En canvi, els signes d'alentiment de la indústria són cada vegada més clars: al juliol, l'índex de la xifra de negocis industrial va accelerar la caiguda al –2,8% interanual, i l'entrada de comandes a la indústria va anotar el –8,0%. De tota manera, aquestes xifres negatives queden matisades per dos aspectes rellevants. En primer lloc, la reculada de la indústria s'explica, en bona part, pel sector energètic: la xifra de negocis industrial sense energia va avançar el 0,5% interanual al juliol. En segon lloc, la caiguda dels preus industrials també afecta negativament la facturació del sector. Si s'analitzen indicadors basats en volum (en lloc de valor), com l'índex de producció industrial, i s'exclouen les divisions relacionades amb l'energia (com, per exemple, «Subministrament d'energia elèctrica, gas, vapor i aire condicionat»), el panorama és més encoratjador: al juliol, la taxa de variació interanual es va situar en l'1,4%. En positiu, destaca la fabricació d'automòbils, amb un creixement acumulat de la producció del 30% entre el gener del 2013 i el juliol del 2016.

Pel costat de la demanda, la contribució del sector exterior guanya protagonisme. L'actualització de la sèrie comptable del PIB que realitza anualment l'INE va evidenciar que la demanda interna va tenir una contribució menor al creixement del PIB el 2015 (3,4 p. p., enfront dels 3,8 p. p. estimats anteriorment). Malgrat tot, això va ser compensat per una menor con-

PIB

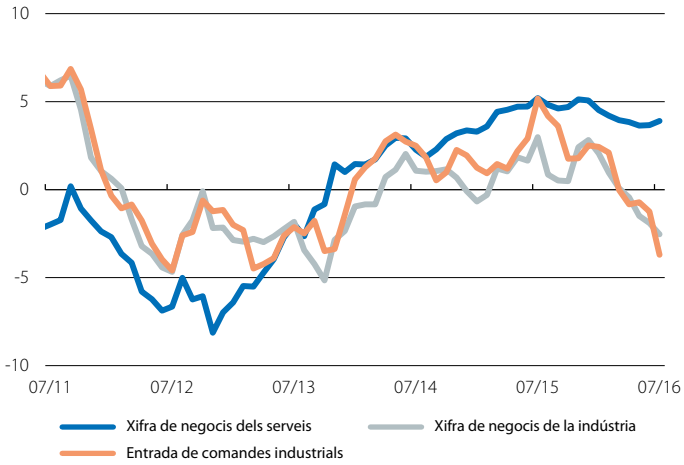
Variació intertrimestral (%)



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

Indicadors d'activitat *

Variació interanual de la mitjana mòbil de 3 mesos (%)



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

Actualització de la sèrie comptable del PIB (2015)

Variació interanual (%)

	Sèrie antiga	Sèrie revisada	Diferència	
PIB real	3,2	3,2	0,0	=
Demanda interna (contr. Δ PIB)	3,8	3,4	–0,4	▼
Consum de les llars	3,1	2,9	–0,2	▼
Consum de les adm. públ.	2,7	2,0	–0,7	▼
Formació bruta de capital fix	6,4	6,0	–0,4	▼
Demanda externa (contr. Δ PIB)	–0,6	–0,1	0,5	▲
Exportació de béns i serveis	5,4	4,9	–0,5	▼
Importació de béns i serveis	7,5	5,6	–0,9	▼
PIB nominal	3,8	3,7	–0,1	▼
Deflactor	0,6	0,5	–0,1	▼
PIB nominal (milions d'euros)	1.081.190	1.075.639	–5.551	▼

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

tribució negativa de la demanda externa (–0,1 p. p., enfront dels –0,6 p. p. anteriors). L'evolució més positiva del sector exterior reforça la idea que es produeix un canvi cap a un model de creixement més sostenible, basat en la major capacitat exportadora del teixit empresarial espanyol i en una menor dependència de les importacions. Aquesta tendència es va mantenir en els dos primers trimestres del 2016: l'excel·lent funcionament de les exportacions (i l'avanç més contingut de les importacions) va fer que la demanda externa contribuís positivament al creixement del PIB en termes interanuals.

Ara com ara, la caiguda puntual de les exportacions de béns al juliol no preocupa. La reculada (el –9,1% interanual) s'explica, en gran part, per un efecte de calendari, de manera que s'espera que, a l'agost, es compensi una gran part d'aquesta dada negativa. Més preocupants són l'alentiment del comerç global i l'impacte que pugui tenir sobre el sector exportador espanyol, que, ara com ara, es mostra molt resistent. Per la seva banda, la major reculada de les importacions al juliol (el –12% interanual) va ajudar a millorar el dèficit comercial, que es va situar en els 8.436 milions d'euros en l'acumulat del gener al juliol (comparat amb un dèficit de 12.876 milions en el mateix període del 2015).

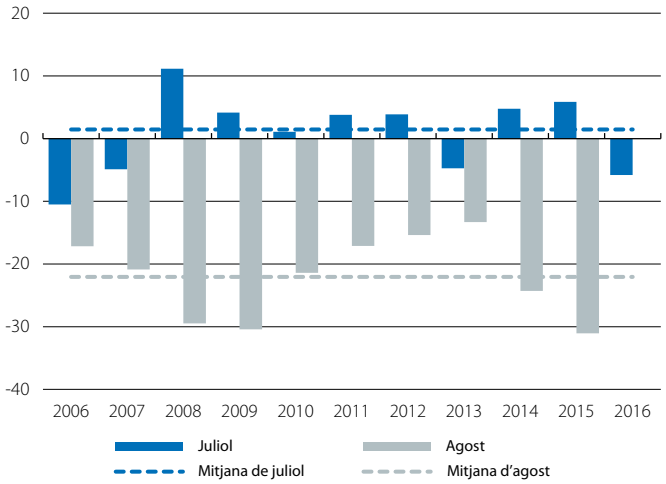
La recuperació del mercat laboral continua a bon ritme. El nombre d'afiliats a la Seguretat Social va baixar en 144.997 persones a l'agost, una reculada estacional molt similar a l'habitual en els mesos d'agost de cada any. Una gran part del descens es va concentrar en sectors que, habitualment, aturen l'activitat durant les vacances i que la reprenen al setembre, com l'educació (–58.052) o la construcció (–12.011). Així, la taxa de variació interanual es manté en un elevat 3,0% (el 3,1% al juliol). A més a més, la millora important de les expectatives de creació d'ocupació al setembre, tant als serveis com al comerç al detall, fa preveure que l'ocupació continuarà evolucionant de forma favorable en el tram final de l'any.

Continua la moderació dels costos laborals. Un factor que, possiblement, contribueix al dinamisme de la creació d'ocupació és la contenció del cost laboral per treballador, que continua gairebé estancat. Segons l'Enquesta trimestral de cost laboral, en el 2T 2016, es va situar en els 2.589 euros per treballador i mes, xifra que representa una taxa de variació interanual del –0,1%. En un context de baixa inflació (el 0,3% al setembre) i d'atur elevat (el 20,0% en el 2T), cal esperar que la moderació salarial continuï i que la millora de la renda disponible de les famílies continuï provenint d'un nombre d'ocupats cada vegada més elevat.

El fort augment del consum manté l'estalvi en taxes moderades. La positiva evolució del mercat de treball es reflecteix en les rendes salarials, que van créixer el 3,9% interanual en el 2T i van compensar el descens de les rendes no salarials (el –4,3% interanual), però no van evitar que la renda bruta disponible de les llars (la suma de les rendes salarials i de les no salarials) es desaccelerés fins a l'1,7% interanual. El menor creixement de la renda disponible i el fort impuls del consum privat en el 2T (el

Exportacions de béns

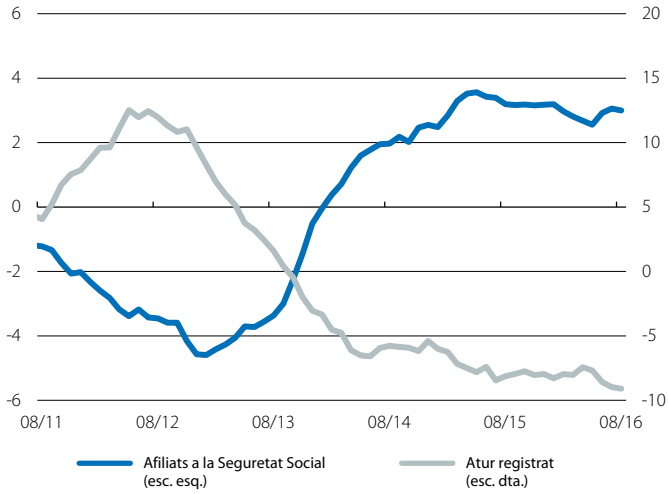
Variació intermensual al juliol i a l'agost de cada any (%)



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

Afiliats a la Seguretat Social i atur registrat

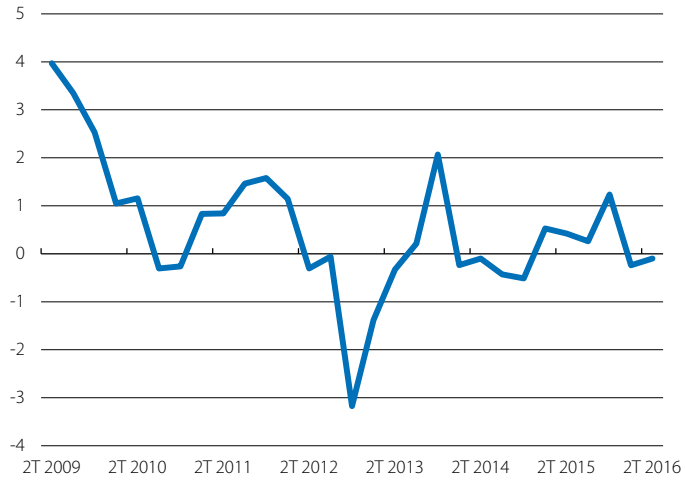
Variació interanual (%)



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

Cost laboral per treballador

Variació interanual (%)



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

2,9% interanual en termes nominals) van fer que la taxa d'estalvi se situés en el 8,3% de la renda bruta disponible de les llars, 1 p. p. per sota del registre del 2T 2015.

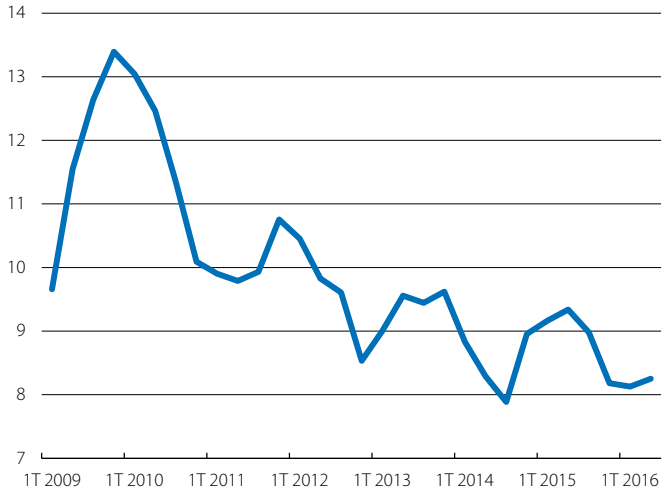
El preu de l'habitatge va mantenir el to expansiu en el 2T 2016. L'índex basat en les compravendes va créixer l'1,8% intertrimestral (el 3,9% interanual), i el preu de taxació, el 0,9% intertrimestral (el 2,0% interanual). Les compravendes també evolucionen de forma favorable (el 13,5% interanual al juliol). De cara als propers trimestres, s'espera que la tendència alcista dels preus continuï, gràcies a l'impuls de la demanda d'habitatge, a un nivell d'activitat al sector de la construcció encara molt baix i a l'escassetat d'habitatge per vendre a determinades zones *prime* (per exemple, a les grans ciutats). Així ho anticipa el fort increment del preu del sòl, del 6,6% interanual en el 2T, que acostuma a avançar uns trimestres l'evolució futura del preu de l'habitatge.

El creixement del crèdit bancari continua donant suport a la recuperació. El relaxament de les condicions financeres també exerceix un paper important en la recuperació del sector immobiliari. Al juliol, la concessió d'hipoteques per a la compra d'habitatges va avançar el 27% interanual (acumulat de 12 mesos), de manera que és un suport fonamental per a la demanda. Malgrat tot, el saldo viu de crèdit hipotecari encara continua reculant (el –3,6% interanual). Per la seva banda, el saldo viu de crèdit al consum continua avançant a bon ritme (el 4,5% interanual). Pel que fa al crèdit a les societats no financeres, el desglossament del crèdit bancari del 2T 2016 per segments mostra una moderació de la caiguda del crèdit als sectors productius, tot i que el crèdit promotor i el del sector de la construcció encara van recular a taxes elevades. Per la seva banda, la taxa de morositat es va mantenir en el 9,4% al juliol, però destaca la reducció de la taxa de morositat del crèdit promotor en l'últim any.

L'ajust dels comptes publics continua sent l'assignatura pendent. Al juliol, el dèficit del conjunt de les Administracions públiques, excloses les corporacions locals, es va situar en el 3,1% del PIB (sense comptabilitzar les pèrdues per l'ajuda financera, del 0,2% del PIB). Aquesta xifra iguala el registre del juliol del 2015 i, per tant, mostra la falta d'ajust en els comptes públics des de l'inici d'enguany. Cal destacar que les mesures anunciades pel Govern (augment dels pagaments a compte de l'impost de societats) haurien de corregir aquesta tendència en el tram final de l'any. De tota manera, els dubtes sobre la capacitat de complir els objectius de consolidació fiscal a mitjà termini es mantenen, la qual cosa fa que l'economia espanyola sigui més sensible als eventuals canvis de sentiment inversor internacional. Aquest és un aspecte de màxima rellevància, atès l'elevat nivell del deute públic. En concret, en el 2T 2016, va assolir el 100,5% del PIB, una xifra que queda lluny de les previsions facilitades a Brussel·les dins el Programa d'Estabilitat 2016-2019, on es preveia que el deute tancaria aquest exercici en el 99,1% del PIB.

Taxa d'estalvi

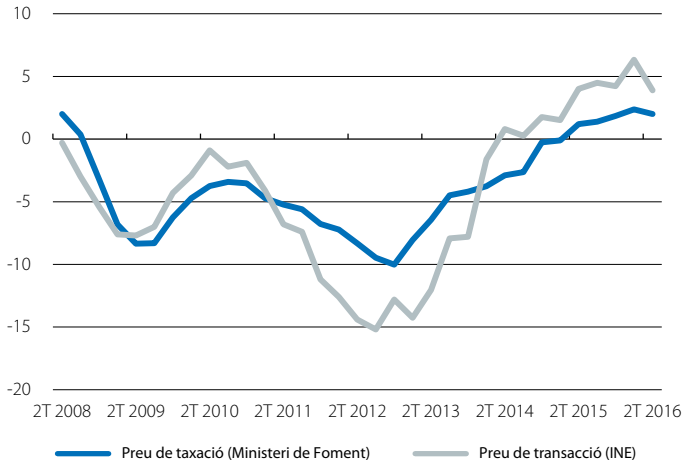
(% de la renda bruta disponible)



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

Preu de l'habitatge

Variació interanual (%)



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

Crèdit i morositat (2T 2016)

	Saldo (milers de milions d'euros)	Variació interanual (%)	Taxa de morositat (%)
Llars (habitatge)	544	–3,6	4,7
Llars (consum)	121	4,5	8,1
Activitats productives	614	–7,2	14
Construcció	42	–9,8	29,6
Promotor	125	–9,8	26,9
Serveis	319	–8,7	8,7
Indústria	110	–0,2	9,5
Agricultura	19	6,3	9,1
Total *	1.279	–4,6	9,4

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

FOCUS · Prenent el pols al mercat laboral

La creació d'ocupació va ser molt robusta en el 2T 2016. Segons l'EPA, el nombre d'ocupats va augmentar en 271.000, una dada molt positiva, però una mica inferior a l'esperada després d'uns registres d'afiliats a la Seguretat Social que, amb un augment de 436.000 entre l'abril i el juny, havien sorprès a l'alça. La notable diferència entre les dues xifres no és un fenomen puntual del 2T 2016. Des que es va iniciar la recuperació de l'ocupació en el 1T 2014, l'evolució dels afiliats ha estat més favorable que la dels ocupats EPA. En concret, entre el gener del 2014 i el juny del 2016, el creixement acumulat dels afiliats va ser del 9,8%, gairebé 2 p. p. per damunt del creixement de l'ocupació EPA (el 8,0%) (vegeu el primer gràfic).

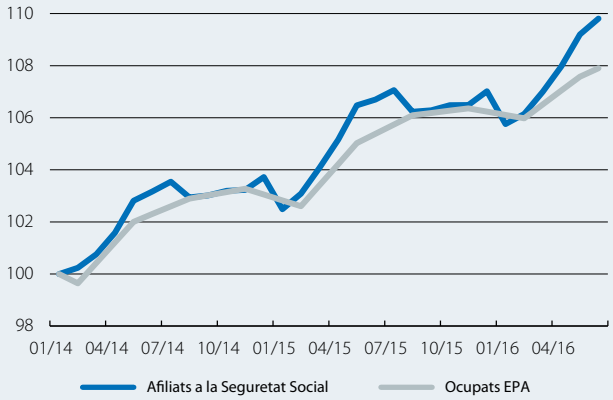
Les diferències entre les dues sèries són habituals, ja que, per exemple, la font de les dades és molt diferent: l'EPA es basa en una enquesta a una mostra representativa de la població, mentre que les afiliacions provenen d'un registre administratiu que recull el nombre de treballadors amb l'alta a la Seguretat Social. Una altra diferència entre les dues fonts és deguda al diferent tracte de l'economia informal. És a dir, hi ha persones que realitzen una activitat laboral sense estar afiliades però que, quan són enquestades a l'EPA, consideren que estan ocupades. Aquesta causa de discrepància entre les dues sèries podria ser més rellevant en una etapa d'expansió econòmica, ja que se sol produir un aflorament de llocs de treball de l'economia submergida a la formal. Els treballadors, en obtenir un contracte laboral, passarien a estar inscrits en els registres de la Seguretat Social, mentre que, de cara a l'EPA, ja estaven comptabilitzats com a empleats.

Per analitzar si aquest factor podria exercir un paper important en l'actual recuperació del mercat laboral espanyol, analitzem l'evolució de l'ocupació per sectors d'activitat entre el 1T 2014 i el 2T 2016 en funció del pes que s'estima que hi té l'economia submergida.[1] Tal com s'observa al segon gràfic, l'ocupació ha crescut més als sectors amb més pes de l'economia submergida (aquesta relació s'observa en les dues sèries d'ocupació). Cal destacar, també, que la diferència entre el creixement dels afiliats i de l'ocupació EPA és major als sectors amb més pes de l'economia submergida (per exemple, el comerç). En aquests sectors, els afiliats van créixer, de mitjana, el 9,8% i l'ocupació EPA, el 8,9%, una diferència d'1,0 p. p. En canvi, als sectors amb menys pes de l'economia submergida (per exemple, les activitats financeres i d'assegurances), els afiliats van créixer, de mitjana, menys que l'ocupació EPA (el 5,9% i el 6,3%, respectivament). Aquests resultats serien coherents amb la idea que l'increment del nombre d'afiliats va associat a un augment de l'ocupació formal. Aquesta tendència s'observa a nivell agregat, però hi ha algunes excepcions. Per exemple, la construcció té un pes elevat d'economia submergida (el 31%), però, en canvi, el creixement de l'ocupació EPA va ser superior al dels afiliats (el 14,3% i l'11,3%, respectivament).

En definitiva, les dades més recents de creació d'ocupació mostren que la recuperació del mercat de treball avança a molt bon ritme. A més a més, l'anàlisi presentada en aquest Focus suggereix que pot ser que la recuperació vagi acompanyada d'un augment de l'ocupació formal.

Ocupació segons l'EPA i afiliats a la Seguretat Social

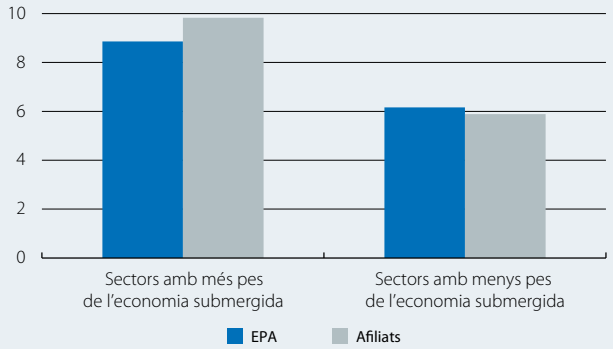
Índex (100 = gener 2014)



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

Creixement de l'ocupació segons el pes de l'economia submergida

Variació acumulada entre el 1T 2014 i el 2T 2016 (%)



Nota: *Només s'inclouen els sectors d'activitat dels quals es disposa de dades d'economia submergida segons Schneider (2013).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'EPA, del Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social i d'Schneider (2013).*

1. L'estimació del pes de l'economia submergida per sectors a nivell europeu s'obté d'Schneider, F., 2013, «*The Shadow Economy in Europe 2013*», A. T. Kearney y Visa.

FOCUS · Mapejat geogràfic de les exportacions espanyoles

Les exportacions tenen un clar protagonisme en l'evolució de l'economia espanyola. Des del final del 2007, han passat del 25,7% al 33,2% del PIB i han contribuït a la meitat del creixement nominal acumulat del conjunt de l'economia des del 3T 2013, moment en què l'economia es va començar a recuperar. Per tot plegat, és prioritari indagar fins a quin punt les exportacions poden ser una fortalesa estructural en els propers anys. Una bona manera de començar és preguntar-se on van les exportacions espanyoles, és a dir, quins són els mercats en què les empreses espanyoles fan més esforços i més progressos.

A partir de les dades de l'FMI de comerç de béns per país d'origen i per destinació, definim un índex de propensió exportadora (IPE) com la fracció de les exportacions d'un país d'origen (per exemple, Espanya) a un país de destinació D (en percentatge del total de les exportacions espanyoles) dividida per la fracció de les exportacions del món al país D (en percentatge del total de les exportacions mundials). Un IPE superior a 1 indica que la relació comercial d'Espanya amb el país D és especialment elevada.

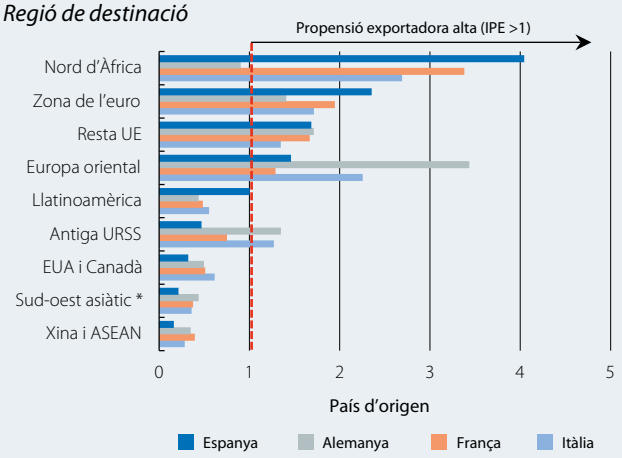
El mapejat geogràfic de les exportacions espanyoles confirma una conclusió general del comerç mundial: la distància importa, i molt. Més enllà d'aquest fenomen, destaquen quatre idees: l'eurocentrisme, la importància del nord d'Àfrica, la neutralitat a Llatinoamèrica i el retard a l'Àsia oriental emergent. L'eurocentrisme de les exportacions espanyoles es reflecteix en un IPE del 2,2 per a la zona de l'euro el 2015, superior a l'IPE de França i al d'Alemanya, que presenten una intensitat exportadora més elevada fora de la zona de l'euro (vegeu el primer gràfic). No obstant això, en termes dinàmics, Espanya destaca, juntament amb Alemanya, per ser l'economia que més ha diversificat la destinació de les exportacions des de l'any 2000. Així, tot i que parteixen de nivells més alts, les exportacions espanyoles han reduït més la dependència de la zona de l'euro que les franceses o que les italianes durant el període 2000-2015 (vegeu el segon gràfic). També cal destacar com a fet positiu que Espanya aprofita, més que altres països, l'ampliació de la UE cap a l'est, amb un augment notable de l'IPE a Polònia, a Bulgària i a Romania.

Pel que fa a altres regions, també és elevada la propensió exportadora al nord d'Àfrica, en especial al Marroc (IPE de l'11,7). Aquesta propensió amb el Marroc és superior a la francesa (del 4,8), malgrat l'afinitat lingüística dels dos països. El creixement de la regió i el fet que el Marroc, a diferència dels seus veïns, destaqui més en manufactures que en primeres matèries són una nota positiva per a les exportacions espanyoles.

La neutralitat exportadora a Llatinoamèrica (IPE de l'1,0) podria sorprendre, atesa l'afinitat lingüístico-cultural amb la regió. No obstant això, cal destacar que l'IPE espanyol a Llatinoamèrica dobla els de França i Alemanya. El retard a Àsia és, però, més preocupant. L'IPE de les exportacions a l'Àsia oriental emergent (Xina, Hong Kong, Taiwan, Índia, ASEAN, Pakistan i Bangladesh) és un baix 0,2, que no creix i que és molt inferior al de les exportacions alemanyes, franceses i italianes. Tenint en compte que les importacions de l'Àsia oriental emergent han passat del 16,5% al 25,7% del total mundial entre el 2000 i el 2015, es pot concloure que Àsia és la veritable assignatura pendent.

Índex de propensió exportadora (IPE) a regions seleccionades el 2015

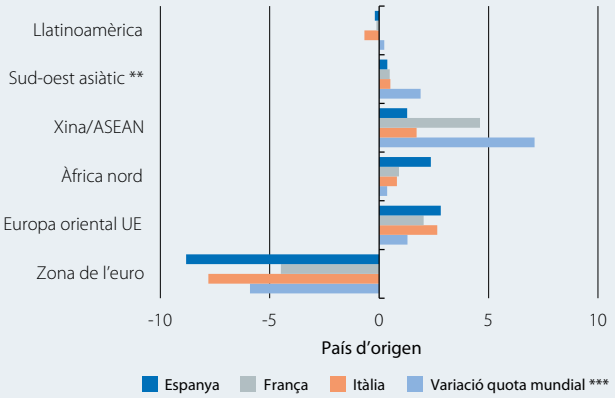
Regió de destinació



Nota: ** Sud-oest asiàtic: Índia, Pakistan, Bangladesh i Sri Lanka.*
Font: *CaixaBank Research, partir de dades de Thomson Reuters Datastream i de l'FMI.*

*Canvi en el pes de les exportacions per destinació entre el 2000 i el 2015 **

Regió de destinació (p. p.)



Notes: ** Exportacions del país d'origen en relació amb el total de les seves exportacions.*
*** Sud-oest asiàtic: Índia, Pakistan, Bangladesh i Sri Lanka.*
**** Variació, entre el 2000 i el 2015, de la quota de les importacions de cada regió en relació amb el total mundial (en punts percentuals).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream i de l'FMI.*

FOCUS · L'ajust fiscal a Espanya: mirada retrospectiva i perspectives

Espanya va entrar en el procediment de dèficit excessiu a l'abril del 2009, a causa del deteriorament dels comptes públics originat per la crisi econòmica. En aquesta data, la Comissió Europea va emetre una recomanació perquè Espanya reduís el dèficit per sota del 3% del PIB el 2012. No obstant això, atès l'empitjorament inesperat de l'economia, la Comissió va emetre tres noves recomanacions entre el 2009 i el 2013, en què ampliava la data límit per a la correcció del dèficit excessiu al 2013, el 2014 i el 2016, consecutivament. En aquestes ocasions, la Comissió va considerar que Espanya havia adoptat mesures efectives per corregir el dèficit estructural i atribuïa la falta de compliment de l'objectiu a l'augment del dèficit cíclic.

Al llarg d'aquests anys, Espanya va fer un esforç important de consolidació fiscal i va aconseguir disminuir a gairebé la meitat el dèficit total, que va passar de l'11,0% del 2009 al 5,8% el 2014. Aquesta reducció es va assolir gràcies a un ajust significatiu dut a terme mitjançant mesures aplicades tant als ingressos com a les despeses. En particular, entre el 2010 i el 2013, Espanya va aconseguir reduir el dèficit estructural en 5 p. p. mitjançant un increment acumulat del 13,2% en els ingressos i d'una disminució del 12% en les despeses.[1]

Amb més o menys intensitat, el dèficit estructural es va anar ajustant fins al 2014 (vegeu el primer gràfic). No obstant això, el 2015, el dèficit estructural es va deteriorar notòriament. En aquest any, el dèficit públic es va situar en el 5,0% del PIB, i, davant l'indubtable incompliment del termini de sortida del procediment de dèficit excessiu, establert per al 2016, la Comissió Europea va atorgar dos anys addicionals, fins al 2018, per situar el dèficit per sota del 3%. En aquesta ocasió, la Comissió Europea va considerar que, a diferència de les pròrrogues anteriors, Espanya no havia adoptat mesures efectives per corregir el dèficit el 2015. De fet, l'any passat, el dèficit estructural va augmentar 1 p. p. arran de les mesures expansives adoptades, com la rebaixa en l'IRPF i l'Impost de Societats, que van disminuir de forma estructural la capacitat per recaptar ingressos. En conseqüència, la correcció d'1,8 p. p. del dèficit cíclic, gràcies a la bona evolució de l'economia i als baixos tipus d'interès, no va ser suficient per assolir l'objectiu de dèficit, establert en el 4,2% del PIB (vegeu el segon gràfic).

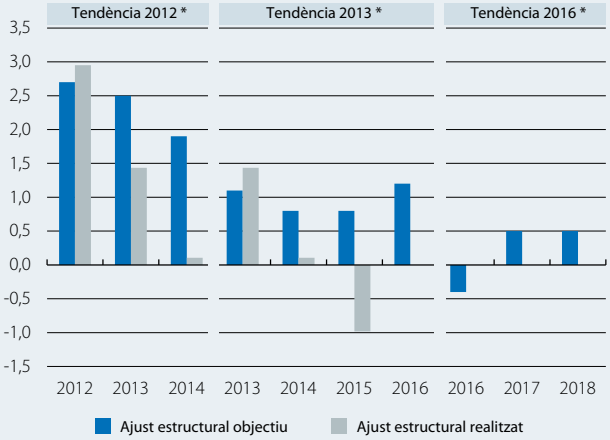
La nova tendència acordada amb la Comissió Europea estableix com a objectiu de dèficit el 4,6%, el 3,1% i el 2,2% del PIB el 2016, el 2017 i el 2018, respectivament. Malgrat que l'objectiu per al 2016 sembla assolible, per al 2017 es requerirà l'aprovació de noves mesures de consolidació dels comptes públics, atès que la millora en el dèficit cíclic motivada per la bona evolució de l'economia no serà suficient per assolir l'objectiu. En particular, la Comissió creu necessàries mesures estructurals de l'ordre del 0,5% del PIB tant el 2017 com el 2018 (uns 6.000 milions d'euros anuals). En absència de mesures, l'ajust estructural requerit no es realitzaria i el dèficit total podria superar el 3,6% del PIB l'any vinent.

Aprofitar el context econòmic favorable per situar les finances públiques en una posició sòlida hauria de ser una prioritat. En cas contrari, Espanya es pot veure obligada a ajustar els comptes en un entorn menys propici.

1. Canvis en termes nominals en els ingressos i en les despeses ajustades pel cicle. Vegeu OECD, «Economic Surveys Euro Area», juny del 2016.

Ajust del saldo públic estructural

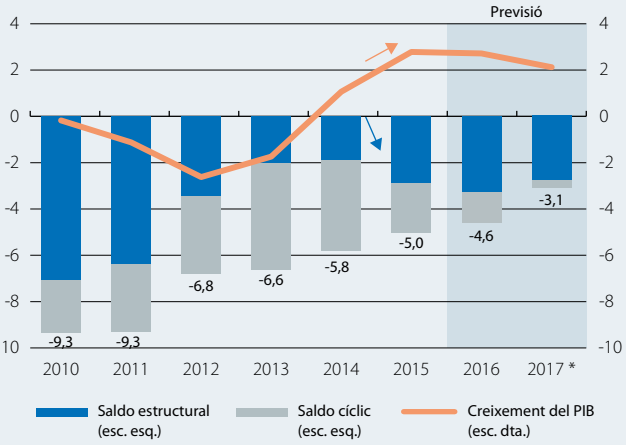
(% del PIB)



Nota: ** Objectius acordats amb la Comissió Europea.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea i d'AMECO.*

Saldo públic i creixement del PIB

(% del PIB) *Variació interanual (%)*



Nota: ** Objectius de dèficit acordats amb la Comissió Europea.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

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

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

Indicadors d'ocupació

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

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

Preus

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

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

Sector exterior

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	06/16	07/16
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual)*	2,5	4,3	3,4	3,8	0,2	4,3	2,1	–9,1
Importacions *(variació interanual)*	5,7	3,7	3,3	3,3	–0,7	–0,3	–0,9	–12,0
Saldo corrent	**11,2**	**14,7**	**16,0**	**14,7**	**15,4**	**19,4**	**19,4**	**19,8**
Béns i serveis	25,5	26,2	26,8	26,2	26,0	29,7	29,7	30,7
Rendes primàries i secundàries	–14,3	–11,5	–10,8	–11,5	–10,6	–10,3	–10,3	–10,9
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**16,3**	**21,7**	**22,1**	**21,7**	**22,2**	**25,9**	**25,9**	**26,1**

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

Sector públic

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

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

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

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2014	2015	3T 2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	06/16	07/16	Saldo 07/16 [1]
Finançament als sectors no financers [2]									
Sector privat	–6,2	–3,9	–4,0	–3,1	–3,7	–3,5	–2,9	–3,2	1.619,1
Empreses no financeres	–7,1	–4,0	–4,3	–3,0	–4,1	–4,3	–3,5	–4,0	900,9
Llars [3]	–5,1	–3,7	–3,6	–3,3	–3,1	–2,6	–2,2	–2,1	718,2
Administracions públiques [4]	6,9	4,7	4,3	4,4	3,5	4,3	4,6	5,4	1.100,7
TOTAL	**–1,8**	**–0,7**	**–0,9**	**–0,3**	**–0,9**	**–0,6**	**0,0**	**0,1**	**2.719,8**
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies									
Total dipòsits	–0,9	–1,0	–1,1	–0,5	–0,4	–0,3	–0,4	–0,6	1.156,9
A la vista	10,8	18,5	18,8	17,7	16,2	16,0	15,4	15,5	425,1
D'estalvi	5,8	12,9	13,7	15,2	13,4	12,1	11,4	11,5	271,2
A termini	–7,6	–15,3	–16,3	–15,8	–15,4	–16,4	–16,4	–17,2	439,3
En moneda estrangera	1,1	5,6	5,1	–2,3	–4,0	1,6	–1,5	–2,6	21,4
Resta del passiu [5]	–8,2	–13,0	–14,0	–15,1	–16,7	–16,3	–14,0	–12,8	89,7
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–2,3**	**–1,9**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,6**	**–1,6**	**1.246,6**
Taxa de morositat *(%)* [6]	**12,5**	**10,1**	**10,7**	**10,1**	**10,0**	**9,4**	**9,4**	**9,4**	–
Taxa de cobertura *(%)* [6]	**58,1**	**58,9**	**60,6**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**58,7**	**59,0**	–

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.*

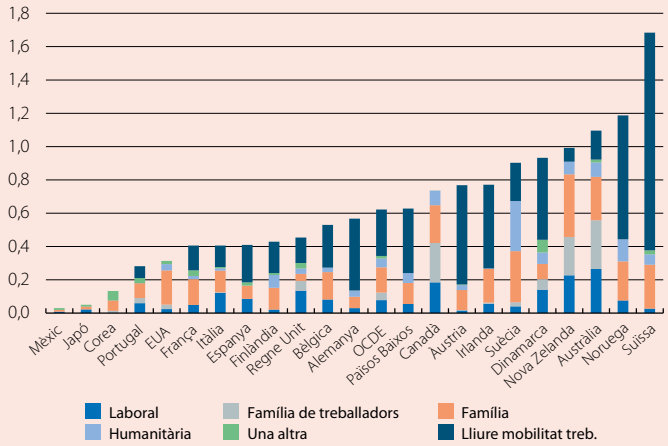
IMMIGRACIÓ: IMPACTE I PERSPECTIVES

El fenomen de la immigració als països avançats: de la percepció a la realitat

En una enquesta recent, realitzada a 14 països, es va preguntar als ciutadans quin percentatge de la població creien que era immigrant. La resposta mitjana va ser que aquesta proporció era del 24%, una mica més del doble que la xifra real. En alguns països, la desviació era extrema: als EUA, la proporció de població immigrant percebuda era del 32% (el 12% en la realitat) i, a Itàlia, del 30% (la xifra real era del 7%).[1] No es tracta de resultats atípics, ja que es confirmen enquesta rere enquesta.[2] Es tracta de l'únic biaix de percepció sobre el fenomen migratori existent? En absolut. En un altre sondeig, s'interrogava els britànics sobre la composició de la immigració, distingint entre immigrants d'origen comunitari i altres procedents de fora de la UE. De nou, la percepció i la realitat van divergir, ja que es creia que el 25% dels immigrants eren de la UE, quan, en realitat, ho eren el 37%.[3] Probablement, perquè, quan l'immigrant és més semblant a nosaltres, tendim a no percebre'l com un estranger. I això importa, perquè, segons l'Eurobaròmetre, mentre que el 58% dels ciutadans de la UE té una percepció força o molt negativa dels immigrants de fora de la UE, aquesta xifra es rebaixa una mica en el cas dels immigrants de la UE i se situa en el 36%. Si, a més a més, es tracta de fenòmens relativament recents, com els refugiats per motius polítics, els biaixos encara són majors: segons l'estudi «Humanitarian Index» del 2016, els alemanys i els francesos creien que havien acollit cinc vegades més refugiats sirians dels que realment havien rebut.

Fluxos de migracions per categoria, 2013 *

(% de la població total)



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

I, bé, si la percepció del fenomen migratori és errònia, quina és la seva realitat? Pel que fa al primer biaix identificat, el vinculat al volum o al nivell total de la immigració, cal oposar una realitat més moderada: el 2014, per al conjunt de països de l'OCDE, l'estoc d'immigrants nascuts fora del país representava, aproximadament, el 13% de la població. Es tracta d'una xifra que, malgrat els forts vaivens cíclics de les economies avançades en els últims anys, ha variat només de forma gradual: el 2000, la proporció era del 10%. Lògicament, aquesta evolució del conjunt integra una disparitat notable de situacions nacionals. Així, Espanya, per exemple, se situava, el 2014, en una proporció del 13,2%, una xifra semblant al 13,3% d'Alemanya o al 13,4% dels Estats Units, però significativament allunyada del 28,9% de Suïssa o del 28,5% d'Austràlia, en l'extrem superior de la mostra, o del 0,8% de Mèxic o de l'1,7% del Japó, en l'inferior. També difereix la velocitat a la qual s'ha arribat a l'estoc actual d'immigrants: durant el període 2000-2014, mentre Espanya veia augmentar en 8,4 p. p. la proporció d'immigrants, a Israel, la ràtio disminuïa en 8,6 p. p. Precisament, la velocitat a la qual canvia l'estoc és un dels factors que, segons la literatura, explica la preocupació o l'ansietat de l'opinió pública sobre el fenomen immigratori, preocupació que, al seu torn, pot alimentar el biaix de percepció.[4]

El segon error de percepció esmentat més amunt se centra en l'àmbit de les categories o tipologies de migrants, en especial en les que podríem anomenar «no tradicionals», com els asilats per causes humanitàries. El 2014, i com ha succeït en els últims anys, la tipologia principal d'immigrants que van entrar als països de l'OCDE s'engloba en les anomenades «migracions familiars», que arriben a representar un terç de totes les entrades d'immigrants.[5] La segona categoria són els immigrants que procedeixen de països amb acords de lliure moviment de persones (situació que afecta, principalment, els països europeus, siguin o no comunitaris). Aquestes dues categories representen gairebé dos terços de les entrades d'immigrants a l'OCDE. La tercera tipologia, a

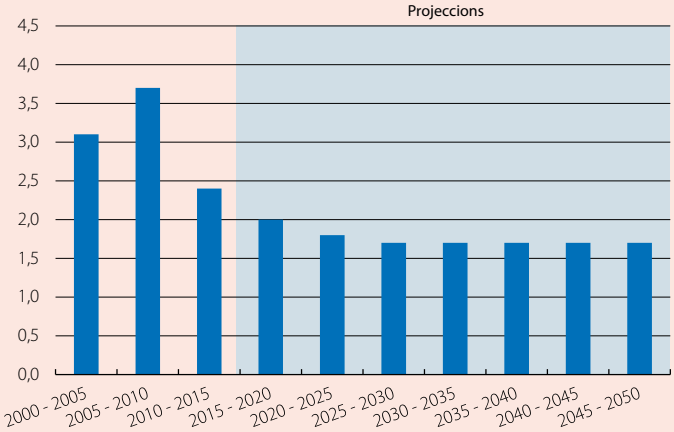
1. Ipsos MORI (2014), Enquesta «Perceptions are not reality: Things the world gets wrong».
2. Per exemple, en una enquesta anterior, de Transatlantic Trends (2010), se situava la proporció d'immigrants sobre la població total percebuda en el 25% a Itàlia, enfront de la realitat del 7%, o en el 39% als EUA, enfront del 14% real.
3. Ipsos MORI (2016), Enquesta «European Union, the Perils of Perception».
4. Vegeu World Migration Report 2011, International Organization for Migration.
5. Les migracions familiars són les que integren familiars directes d'un ciutadà resident al país, ja sigui nacional o estranger, com la seva esposa o els seus fills.

notable distància de les anteriors, és la dels immigrants per motius laborals. Són encara menors les entrades d'immigrants per motius humanitaris i les considerades «familiars dels treballadors».[6]

Per tant, el biaix que podem anomenar de composició, és a dir la diferència entre la tipologia d'immigrants realment registrada i la percebuda, es posa de manifest en les xifres anteriors. Una part important dels immigrants (en especial, els que es mouen sota la categoria del lliure moviment de persones europeu), probablement, tendeixen a ser percebuts com més semblants als habitants dels països de destinació, de manera que el biaix que es produeix és, com hem vist, el d'infraestimar-ne la importància. En canvi, categories noves, que habitualment reben una notable atenció mediàtica, com els refugiats per motius humanitaris, se sobreestimen de manera significativa, i, a més a més, es tendeix a pensar que és un fenomen recent, quan, en realitat, és un flux d'entrada força recurrent en el període del 2008 al 2014.

Perspectives migratòries a llarg termini a les economies avançades

Taxa de migració neta mitjana anual (per 1.000 habitants)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de les Nacions Unides.*

Aquests dos biaixos –el del nivell i el de la composició– no són, en absolut, curiositats acadèmiques. Les percepcions ciutadanes condicionen, d'una manera o d'una altra, la qualitat de la convivència, les possibilitats d'integració i les polítiques d'immigració (per a una revisió d'aquestes polítiques, vegeu l'article «Les polítiques d'immigració: no solament entrar, sinó també integrar-se», en aquest mateix Dossier). Per tant, és més fàcil (o, més aviat, menys difícil) dissenyar-les de forma adequada si la realitat de la immigració és coneguda pels actors econòmics. A més a més, les tendències de futur permeten pensar que, als països avançats, el creixement de la població s'equipararà, en gran manera, al creixement per la via de la immigració.

Segons les Nacions Unides, entre el 2015 i el 2050, el creixement vegetatiu de la població (naixements menys defuncions) dels països de rendes altes serà, aproximadament, de 20 milions de persones, mentre que l'aportació de la immigració neta serà de 90 milions o, el que és equivalent, el 82% del creixement de la població derivarà de la immigració. No obstant això, no s'ha de perdre de vista que, als països avançats, la proporció d'immigrants sobre la població passarà de representar una xifra de l'ordre del 13% de la població el 2015 al 18% el 2050. Un canvi important, però, en qualsevol cas, no un gir copernicà en la composició de les societats avançades.

Malgrat tot, i atesa aquesta projecció, és important que el fenomen migratori, si més no, sigui percebut en termes realistes i no de mites o falsedats. S'atribueix al sociòleg Auguste Comte la frase «la demografia és la destinació». Parafrasejant-lo, i amb les projeccions anteriors a la mà, la immigració és el futur per a moltes societats avançades, i, per preparar-se, millor partir d'una anàlisi basada en fets. Confiem que el present Dossier, que integra articles que exploren les polítiques migratòries («Les polítiques d'immigració: no solament entrar, sinó també integrar-se»), els efectes econòmics de la immigració («L'impacte econòmic de la immigració») i alguns aspectes del cas espanyol («Fenomen migratori a Espanya: de la immigració a l'emigració?»), sigui el nostre gra de sorra per construir una imatge ajustada a la realitat d'una dinàmica de present i de futur d'importància total.

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

6. En aquesta categoria, s'inclouen, per exemple, els reagrupaments de famílies amb membres que han arribat prèviament al país de destinació.

L'impacte econòmic de la immigració

Quin és l'impacte de la immigració? Els efectes econòmics i socials de la immigració al país de destinació són múltiples, i abordar totes les seves dimensions és com obrir la caixa de Pandora. Per aquest motiu, lluny de pretendre fer un repàs exhaustiu de tots els àmbits en què la immigració pot tenir un impacte rellevant, el present article centra l'anàlisi en un dels elements més importants: els efectes sobre el mercat laboral. També s'apunta, breument, l'impacte que els fluxos migratoris poden tenir en altres dues dimensions: l'ús dels recursos públics i la cohesió social.

Des del punt de vista del mercat laboral, se sol simplificar l'arribada d'immigrants en una economia com un augment de l'oferta de treball i, per tant, com un xoc que exerceix pressió a la baixa sobre els salaris dels nadius. No obstant això, l'estructura productiva d'un país és molt més complexa, i això fa que aquesta conclusió, en general, no sigui vàlida.

En primer lloc, no tots els treballadors d'un país són iguals, com tampoc ho són tots els immigrants. En aquest sentit, els efectes de l'arribada d'una onada d'immigració sobre els treballadors del país de destinació dependrà tant de les qualitats i de les capacitats dels seus treballadors com de les dels immigrants. En particular, els treballadors amb característiques semblants a les dels immigrants (substituts) tenen més possibilitats que el seu salari sigui pressionat a la baixa.[1] Així, per a aquest segment de treballadors, l'arribada d'immigrants equival a un augment d'oferta. En canvi, si les característiques del treballador nadiu són molt diferents de les dels immigrants, pot ser que la seva situació millori amb la seva arribada (efecte de complementarietat). Aquest ha estat el cas de moltes dones amb nivells alts d'educació (*skilled*, en anglès) als països desenvolupats, que han pogut augmentar les hores de treball remunerat i prosperar en la seva carrera professional gràcies a la major oferta de serveis domèstics (en especial, atenció als nens i a la gent gran) afavorida pels fluxos migratoris.[2] Per tant, per al conjunt de treballadors d'un país, l'efecte de l'arribada de treballadors d'altres països serà globalment positiu si els beneficis per als treballadors que guanyen amb l'arribada són superiors als costos que suporten els qui perden.[3]

Malgrat que hi ha nombrosos estudis que intenten estimar l'impacte de l'arribada de treballadors forans sobre el mercat laboral del país de destinació, costa molt que els principals experts en la matèria assoleixin una posició consensuada. Un dels motius de la falta d'acord rau en la dificultat d'aïllar l'efecte de la immigració del d'altres factors que poden afectar el mercat laboral de forma contemporània, com la tecnologia, la globalització o el cicle econòmic mateix.

Per al cas dels EUA, país que centra la majoria d'estudis, hi ha dues posicions oposades: els qui consideren que la immigració ha reduït els salaris dels treballadors nord-americans i els qui defensen que l'impacte ha estat negligible. Per exemple, David Card, professor de Berkeley i un dels màxims experts en la matèria, conclou que la immigració no ha afectat de manera significativa els treballadors nord-americans de cap tipus. En canvi, George Borjas, professor de Harvard i referent de la posició contrària, considera que els salaris dels treballadors nord-americans amb un nivell educatiu més baix (*unskilled*, en anglès) han caigut de manera substancial a conseqüència dels fluxos migratoris.[4] Segons Borjas, la immigració incrementa la mobilitat dels treballadors nord-americans (dins i fora del propi país) i l'impacte de la immigració en els salaris d'aquests treballadors és significatiu i cal tenir-lo en compte. No obstant això, sembla que altres estudis més recents, que sí tenen en compte l'efecte apuntat per Borjas, confirmen la tesi de Card d'efectes modestos sobre els salaris.[5]

En concret, David Card argumenta que l'arribada de treballadors estrangers amb nivell educatiu baix als EUA ha estat absorbida sense vaivens en els salaris gràcies a l'ajust de les tècniques de producció. La idea d'aquest mecanisme és senzilla: la producció d'un bé agrícola, per exemple, es pot realitzar mitjançant diverses combinacions de factor treball i factor capital, i cada país escull el *mix* adequat en funció de l'abundància de cada factor. Això és evident quan comparem com es produeix un bé agrícola en un país avançat i en un país emergent: en termes relatius, la producció agrícola és més intensiva en maquinària als països avançats que als emergents. De la mateixa manera, quan un país com els EUA rep una onada d'immigració poc qualificada, pot ser absor-

1. Pot també afectar la seva taxa d'ocupació si la pressió a la baixa sobre el salari el situa en un rang en què els nadius prefereixen no treballar.
2. Per al cas espanyol, vegeu Farré, L., González, L. i Ortega, F. (2011), «Immigration, family responsibilities and the labor supply of skilled native women», The BE Journal of Economic Analysis & Policy, 11(1).
3. Si els immigrants tinguessin les mateixes qualificacions que els treballadors nadius, els salaris es poden veure afectats a curt termini, però, a la llarga, aquest efecte tendirà a diluir-se amb l'augment de la capacitat productiva del país.
4. Vegeu Card, D. (2005), «Is the new immigration really so bad?». The Economic Journal, 115(507), F300-F323, i Borjas, G. J. (2006), «Native internal migration and the labor market impact of immigration», Journal of Human Resources, 41(2), 221-258.
5. Vegeu Ottaviano, G. I. i Peri, G. (2012), «Rethinking the effect of immigration on wages», Journal of the European Economic Association, 10(1), 152-197.

bida mitjançant un lleuger canvi en la intensitat dels factors de producció, en aquest cas, augmentant la intensitat del factor «treballador poc qualificat» enfront del factor «maquinària». Així, la pressió a la baixa sobre els salaris que exerceix la major oferta de treballadors poc qualificats queda compensada per la pressió a l'alça, fruit d'una demanda més elevada que exerceixen els sectors que volen aprofitar la major abundància d'aquests treballadors.[6]

Els economistes que defensen que l'impacte de la immigració sobre els salaris ha estat escàs argumenten que hi ha un altre mecanisme que el facilita, l'anomenat «canvi en el *mix* de producció». En concret, s'ha observat que els països receptors d'importants fluxos migratoris canvien la composició dels béns produïts, amb un augment de la producció dels béns amb un ús més intensiu del tipus de treballador que arriba. D'aquesta forma, tal com succeeix amb el mecanisme anterior, oferta i demanda s'ajusten i deixen els salaris gairebé inalterats.

Fora del perímetre del mercat laboral, una altra àrea que sol centrar l'atenció quan s'analitza l'impacte de la immigració és la competència que exerceixen els immigrants en l'ús dels serveis públics. No obstant això, com en el pla laboral, cal valorar de forma adequada tots els factors. En alguns casos, pot ser que hi hagi nadius perjudicats per l'arribada dels immigrants. Un exemple paradigmàtic és l'efecte desplaçament (*crowding out effect*, en anglès) que poden patir els nadius més pobres en l'accés a l'habitatge social. No obstant això, l'entrada d'immigrants també sol anar acompanyada d'un augment de l'activitat econòmica i, per tant, de la recaptació. Així, un estudi recent de l'OCDE mostra que, quan es tenen en compte tots els factors, l'efecte total de la immigració sobre els comptes públics dels països receptors és nul.[7]

L'anàlisi de l'impacte de la immigració no es pot tancar sense esmentar un dels temes que genera més polèmica: l'efecte de la immigració sobre la cohesió social. Segons Paul Collier, professor d'Oxford i expert en la matèria, confiança i cooperació són dos elements que caracteritzen les economies pròsperes i modernes. Una prosperitat que es veu reforçada, al seu torn, per aquest binomi de confiança i cooperació: dos atributs estretament vinculats, ja que, sense confiança, no es pot donar cap cooperació. No obstant això, aquest cercle virtuós que s'estableix entre prosperitat-modernitat i confiança-cooperació és fràgil, ja que es basa en la confiança entre els individus d'una mateixa societat. Per aquest motiu, com s'apunta al següent article del Dossier, «Les polítiques d'immigració: no solament entrar, sinó també integrar-se», qualsevol política migratòria s'ha de centrar en la gestió ordenada dels fluxos migratoris i, sobretot, en una integració reeixida dels immigrants.

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

6. Existeixen diferents estudis de Gordon H. Hanson i Matthew Slaughter que mostren la importància d'aquest mecanisme en diferents economies. Així mateix, per al cas espanyol, també hi ha evidència en l'article de González, L. i Ortega, F. (2011), «How do very open economies adjust to large immigration flows? Evidence from Spanish regions», Labour Economics, 18(1), 57-70.
7. Vegeu Liebig, T. i Mo, J. (2013), «The fiscal impact of immigration in OECD countries», International Migration Outlook 2013, OECD Publishing.

Les polítiques d'immigració: no solament entrar, sinó també integrar-se

La immigració és una realitat a gairebé tots els països occidentals i, en un context d'envelliment poblacional que avança a un ritme desigual entre països, és un fenomen que continuarà guanyant rellevància. No obstant això, la seva gestió és un repte important per als països d'acollida. Si la immigració és aquí per quedar-se, és molt important que els governs realitzin una política immigratòria que aconsegueixi una bona gestió dels fluxos migratoris i que faciliti la integració reeixida dels nouvinguts.

Perquè la gestió dels fluxos migratoris sigui ordenada i efectiva, cal centrar els esforços en dos àmbits. En primer lloc, cal limitar la immigració irregular amb un control efectiu de les fronteres i assegurar que els immigrants que resideixen al país tenen els documents en regla. En segon lloc, s'ha d'afavorir una immigració regular coherent amb les necessitats i amb els objectius del país. En aquest sentit, una de les claus és que la concessió del permís tingui en compte l'objectiu principal de la migració. Per exemple, aconseguir una feina, reunir-se amb la família o fugir d'un conflicte bèl·lic, per centrar-nos en els principals.

La immigració de caràcter laboral és un element central de les polítiques d'entrada pel seu impacte potencial sobre el mercat de treball del país receptor.[1] Generalment, la concessió de permisos es pot dur a terme per la via de la demanda laboral o per la de l'oferta. Per la via de la demanda, l'obtenció d'un permís laboral (temporal o permanent) sol dependre de les necessitats concretes del mercat de treball i de si hi ha una escassetat provada de mà d'obra per a una ocupació determinada. El problema és acreditar de forma fefaent aquesta escassetat. Diversos països disposen de mecanismes que els ajuden a identificar en quines ocupacions és molt difícil satisfer la demanda laboral. Per exemple, als EUA, per a certes ocupacions és obligatori anunciar una oferta laboral al mercat local abans de poder contractar a l'exterior. Per la via de l'oferta, l'obtenció d'un permís sol dependre de les característiques de l'immigrant. En aquest sentit, són il·lustratius els anomenats sistemes d'immigració per punts que utilitzen Canadà, Austràlia i Nova Zelanda, que condicionen la concessió del permís a l'obtenció d'una puntuació mínima en un qüestionari que té en compte aspectes com el coneixement de la llengua del país o el nivell educatiu. Vegi vostè mateix si podria sol·licitar un visat permanent a Austràlia en la taula adjunta (si no suma un mínim de 60 punts, el sistema no li permet sol·licitar-lo). Les dues polítiques poden aconseguir el mateix resultat, depèn, només, de com es dissenyi cada sistema, i, a la pràctica, la majoria de països utilitzen una mescla dels dos. El que és important és que el sistema ofereixi els mecanismes legals perquè sigui possible la contractació d'immigrants de tots els nivells de formació i experiència, tenint en compte tant les necessitats del mercat de treball actuals i a llarg termini com l'impacte de la immigració al país.

Una altra part important dels fluxos migratoris correspon a la immigració familiar i a la lliure circulació. Aquestes categories estan formades, respectivament, per l'entrada de familiars directes d'un ciutadà resident al país, ja sigui nacional o estranger, i pels immigrants que procedeixen d'un país amb el qual hi ha un tractat de lliure circulació de persones, com a la UE o entre Austràlia i Nova Zelanda. Per als dos tipus de fluxos, el permís està condicionat al fet que aquests immigrants no siguin una càrrega econòmica per a l'estat receptor, de manera que sol haver-hi un requeriment d'ingressos mínim o una limitació del dret a determinades prestacions socials i, fins i tot, per al familiar d'un immigrant, se sol requerir un mínim coneixement de l'idioma del país per poder facilitar, així, la seva integració.

Punts atorgats per cada factor per aconseguir un visat permanent a Austràlia

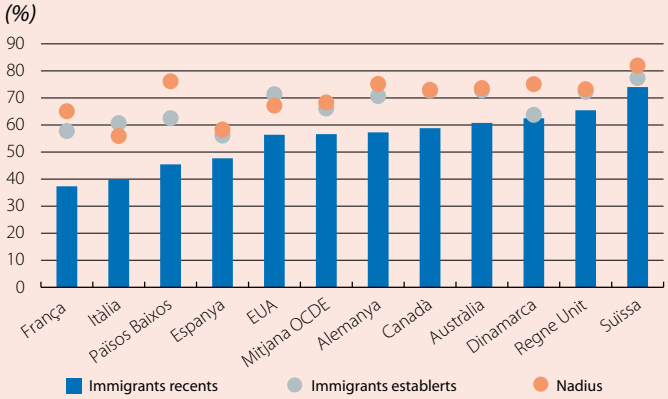
Factor	Descripció	Punts
Edat	18-24 anys	25
	25-32 anys	30
	33-39 anys	25
	40-44 anys	15
	45-49 anys	0
Coneixement de l'anglès (nivell acreditat en test oficial)	Correcte	0
	Competent	10
	Molt competent	20
Educació	Doctorat en universitat australiana o una altra d'estàndard equivalent	20
	Llicenciatura en universitat australiana o una altra d'estàndard equivalent	15
Educació (cont.)	Diplomatura o equivalent a Austràlia	10
	Una altra qualificació reconeguda per l'autoritat competent	10
Experiència en ocupació altament qualificada (màxim de 20 punts)	Fora d'Austràlia (dels 10 últims anys) – Entre 3 i 5 anys	5
	Fora d'Austràlia (dels 10 últims anys) – Entre 5 i 8 anys	10
	Fora d'Austràlia (dels 10 últims anys) – Entre 8 i 10 anys	15
	A Austràlia (dels 10 últims anys) – Entre 1 i 3 anys	5
	A Austràlia (dels 10 últims anys) – Entre 3 i 5 anys	10
	A Austràlia (dels 10 últims anys) – Entre 5 i 8 anys	15
	A Austràlia (dels 10 últims anys) – Entre 8 i 10 anys	20
Altres factors	Coneixement acreditat d'una llengua indígena	5
	Parella amb alt nivell educatiu	5

Nota: *És necessari un mínim de 60 punts per poder ser convidat a sol·licitar un visat permanent de treballador qualificat (*Skilled Independent Visa*).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades facilitades per l'Australian Department of Immigration and Border Protection.*

1. La immigració laboral va representar el 14% dels fluxos migratoris permanents (de més d'un any d'estada) als països de l'OCDE el 2014. Per a més detalls, vegeu l'article «El fenomen de la immigració als països avançats: de la percepció a la realitat», d'aquest mateix Dossier.

Finalment, l'última categoria amb un pes rellevant és la migració per raons humanitàries,[2] formada pels demandants d'asil que han obtingut protecció al país d'acollida. En aquest cas, el criteri de concessió està regit, exclusivament, per la necessitat de protecció de l'immigrant i no per criteris econòmics o que maximitzin la probabilitat d'integració al país. El sistema actual de demanda d'asil als països desenvolupats, garantista però complex, no està adaptat per gestionar fluxos grans i inesperats de refugiats com els experimentats el 2015 i el 2016. A grans trets, les principals àrees en què es pot millorar són la capacitat de gestionar demandes d'asil i d'acollida temporal i la coordinació entre països receptors. Totes aquestes accions són molt importants, però també molt complexes.

Taxa d'ocupació per lloc de naixement i per durada d'estada, 2015



Nota: *Immigrants recents són els que van arribar durant els cinc anys previs a l'enquesta i immigrants establerts els que van arribar, com a mínim, cinc anys abans de l'enquesta. La població es refereix a la població en edat activa (15-64).*
Font: *CaixaBank Research, a partir d'«OECD International Migration Outlook 2016».*

A més de la gestió dels fluxos migratoris, una política migratòria efectiva ha de disposar de mesures d'integració eficaces, una qüestió important tant per als immigrants com per a l'economia i la cohesió social del país d'acollida. Les polítiques d'entrada busquen maximitzar la integració dels immigrants, la qual, però, triga temps a materialitzar-se i no sempre és reeixida. Molts factors poden dificultar el procés. Els més comuns solen ser un coneixement limitat de la llengua, una formació inadequada o no reconeguda i la discriminació laboral.

Així, un dels punts de partida per facilitar la integració dels immigrants és assegurar-se que les seves habilitats i la seva formació estan acreditades al país d'origen. El cas d'un físic nuclear rus que només aconsegueix treballar de taxista a Londres sembla extrem, però la realitat és que, a la UE, al voltant del 33% dels immigrants amb formació universitària treballen en ocupacions que requereixen un nivell de formació inferior.[3] Un altre pas imprescindible per integrar-se passa per ser capaç de comunicar-se de forma correcta en la llengua del país d'acollida. Així mateix, els immigrants solen tenir poc coneixement del funcionament del mercat laboral i una xarxa de contactes limitada, la qual cosa també pot dificultar-ne la integració. No solament els immigrants tenen limitacions en aquest sentit. Els seus fills també tenen dificultats a l'escola i al món laboral.

Per tant, les polítiques d'integració han de tenir en compte molts aspectes, la qual cosa les podria fer molt complexes. No obstant això, hi ha un mecanisme d'integració que ha demostrat ser molt eficaç: l'obtenció d'una feina. Això permet, per exemple, perfeccionar el coneixement de la llengua i desenvolupar la xarxa de contactes. En part per aquesta raó, els immigrants que arriben amb un permís de treball s'integren més ràpidament que els que arriben amb un permís familiar o humanitari. Així, el gros de les polítiques d'integració s'ha de centrar a facilitar l'entrada dels immigrants al mercat laboral. En aquest sentit, un dels principals reptes als quals s'enfronten és la discriminació per motiu d'origen en l'entrada al mercat laboral. Diversos estudis realitzats en països desenvolupats mostren que si s'envien currículums idèntics amb l'excepció del nom, els que presenten un nom d'origen estranger tenen menys probabilitats de ser citats per a una entrevista.[4] D'altra banda, un altre dels eixos de la política d'inserció al mercat laboral són les polítiques actives d'ocupació, que han de parar un esment especial a un col·lectiu com l'immigrant, que té problemes específics.

L'últim pas per a la plena integració d'un immigrant al país és l'obtenció de la nacionalitat (l'anomenada naturalització). La majoria de països només la concedeixen després de molts anys de residència i després de superar un test que asseguri un coneixement mínim de l'idioma i del país (atreveixi's vostè a fer el test de coneixement sobre Espanya necessari per obtenir la nacionalitat!).[5] L'obtenció de la nacionalitat pot ser el major incentiu perquè un immigrant s'integri en la societat d'acollida, i establir unes normes exigents que condicionin la nacionalitat a la integració sol tenir resultats molt positius.

En definitiva, les polítiques migratòries són, com hem vist, tot un conjunt de mesures que van molt més enllà de la protecció de la frontera d'un país. Una gestió adequada dels fluxos migratoris és el primer pas, i la integració reeixida al país és l'objectiu que cal assolir.

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

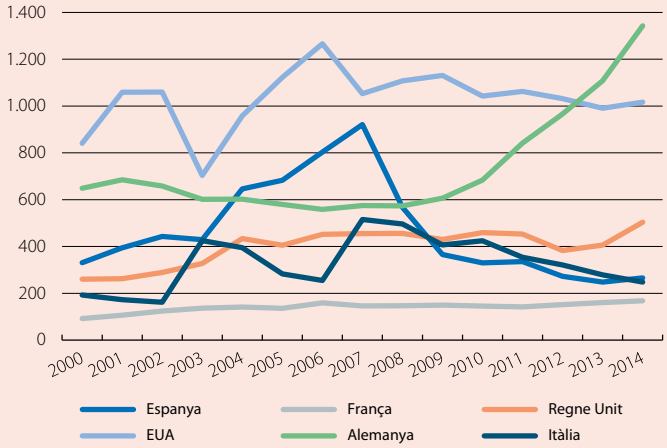
2. Al voltant del 9% dels fluxos migratoris permanents als països de l'OCDE va correspondre a immigrants per raons humanitàries.
3. Comparat amb un percentatge proper al 25% dels nadius. OCDE (2015), «Indicators of Immigrant Integration».
4. OCDE (2014), «International Migration Outlook».
5. Prova de coneixements constitucionals i socioculturals d'Espanya (CCSE): https://ccse.cervantes.es/

Fenomen migratori a Espanya: de la immigració a l'emigració?

En la dècada dels 2000, van ser moltes les persones que van immigrar a Espanya a la recerca d'oportunitats. En particular, entre el 2004 i el 2008, Espanya va rebre un flux acumulat de 3,7 milions de persones i, el 2007, va batre el rècord d'arribada de persones estrangeres, que van sumar més de 900.000, la qual cosa va convertir el país en el segon receptor d'immigrants en termes absoluts de l'OCDE, després dels EUA.[1] No obstant això, la crisi va frenar la immigració[2] i, a més a més, va estimular l'emigració, de manera que el saldo migratori es va mantenir en números vermells entre el 2012 i el 2014. En aquest article, analitzem l'evidència sobre els fenòmens de migració més recents viscuts a Espanya, amb una atenció especial a l'emigració dels últims anys i a la sortida dels joves més formats.

Fluxos d'immigració

(Milers de persones)

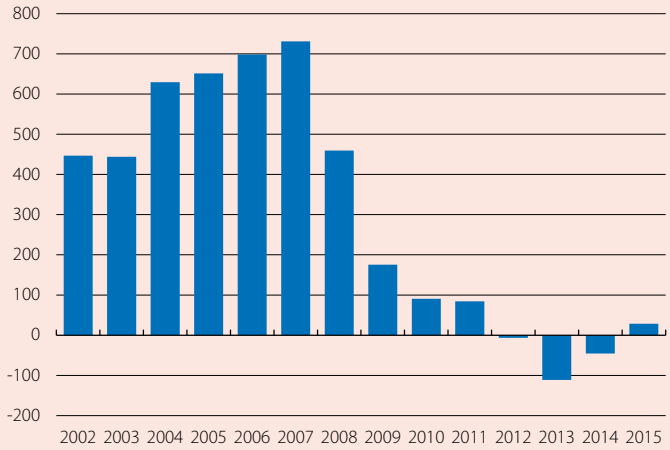


Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (International Migration Database).*

La immigració afecta el país receptor per diferents vies. L'article «L'impacte econòmic de la immigració», d'aquest mateix Dossier, analitza els principals canals a través dels quals aquest fenomen afecta l'economia. Per al cas d'Espanya, on l'estoc d'immigrants nascuts fora del país representa el 13,2% de la població, una xifra similar a la de països com Alemanya i el Regne Unit,[3] existeixen diferents estudis que analitzen els efectes que l'onada recent d'immigració va tenir al país. Totes aquestes anàlisis apunten que, pel que fa al mercat laboral, el flux d'immigració va tenir un efecte nul o mínim sobre els nivells totals d'ocupació i sobre els salaris que percebien els espanyols, tot i que sí va afectar l'especialització i la distribució de les ocupacions dels nadius, empesos a ocupar treballs amb un menor contingut de tasques manuals.[4] Igualment, l'arribada d'immigrants va tenir un efecte positiu sobre la taxa de participació de les dones natives qualificades, per una major disponibilitat de serveis proporcionats per immigrants,[5] i també va ajudar a ajornar els problemes derivats de l'envelliment de la població. Així mateix, l'impacte de l'augment de l'oferta laboral sobre el creixement econòmic no va ser gens menyspreable: la immigració explica més del 50% del creixement del PIB entre els anys 2000 i 2005, segons les estimacions del Govern.[6] No obstant això, a nivell agregat, la immigració va tenir un efecte negatiu sobre la productivitat i va reduir la dotació de capital per treballador, ja que els nouvinguts es van col·locar en sectors típicament intensius en treball, com la construcció. En el mateix sentit, s'estima que la immigració va contribuir en un terç del *boom* immobiliari del període 1998-2008, en termes tant de preus com de nova construcció.[7]

Saldo migratori

(Milers)



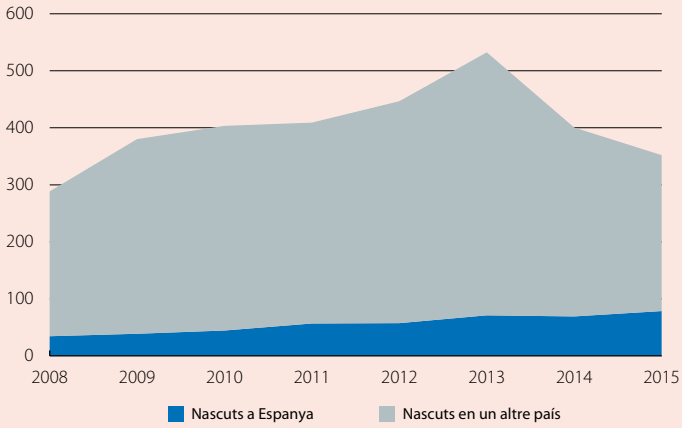
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Estadística de variacions residencials).*

1. Vegeu OCDE, International Migration Database.
2. El 2015, 397.524 persones van immigrar a Espanya. Vegeu Estadística de variacions residencials, INE.
3. Dades del 2014. Vegeu OCDE, International Migration Database.
4. De la Rica, Sara, Glitz, Albrecht i Ortega, Francesc (2014), «Immigration in Spain: What have we learned from recent evidence?», Quaderns Econòmics d'ICE, vol. 87, p. 9-28, i De la Rica, Sara i Amuedo-Dorantes, Catalina (2009), «Complements or Subsitutes? Task Specialization by Gender and Nativity in Spain», IZA Discussion Paper, núm. 4348.
5. De la Rica, Sara, Glitz, Albrecht i Ortega, Francesc (2014), «Immigration in Spain: What have we learned from recent evidence?», Quaderns Econòmics d'ICE, vol. 87, p. 9-28.
6. El mateix estudi descriu que la immigració va tenir un impacte net sobre la renda *per capita* de 3 punts en el període 1996-2005. Sebastián, Miguel (2006), «Immigració i economia espanyola: 1996-2006», Oficina Econòmica del President del Govern.
7. González, Libertad i Ortega, Francesc (2013), «Immigration and Housing Booms: Evidence from Spain», Journal of Regional Science, 53(1), 37-59.

El flux d'immigrants i d'emigrants va canviar de sobte amb l'entrada de l'economia espanyola en recessió el 2008. Es calcula que, anualment, unes 400.000 persones han abandonat Espanya des del 2009, mentre que, durant el període 2002-2005, aquesta xifra es va mantenir, de mitjana, en 50.000. A Espanya, històricament, s'han produït fortes onades d'emigració (com l'emigració cap a Amèrica al segle XIX i començament del XX, els desplaçaments derivats de la Guerra Civil i l'emigració cap a l'Europa desenvolupada en les dècades dels seixanta i dels setanta), de manera que el fenomen no és nou. Malgrat que aquestes xifres han generat una certa alarma pel temor que els joves més qualificats surtin del país, l'anomenada «fuga de cervells», una anàlisi una mica més sofisticada ens permet advertir que la majoria de persones que han emigrat són estrangeres i, principalment, immigrants que van arribar amb l'onada migratòria del 1998-2007.

Flux d'emigració des d'Espanya cap a l'estranger en funció del lloc de naixement

(Milers)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (Estadística de migracions).*

En particular, del total de 352.003 persones que van emigrar d'Espanya el 2015, només 64.136 havien nascut al país. Per tant, la magnitud de l'emigració de joves espanyols nascuts a Espanya té una dimensió inferior a la que es dedueix d'una primera lectura de les estadístiques (representen, només, el 18% del total d'emigrants). No obstant això, convé destacar que aquesta xifra s'ha duplicat amb escreix des del 2009, amb França, el Regne Unit, Alemanya i l'Argentina al capdavant dels països receptors.[8]

Igual que la immigració, l'emigració té conseqüències destacables al país d'origen. La persistència de fluxos continuats d'emigració podria limitar el creixement potencial de l'economia espanyola i intensificar els problemes que comporta l'envelliment de la població. En particular, l'emigració de joves qualificats redueix la mà d'obra qualificada, la qual cosa pot erosionar el creixement de la productivitat i, en última instància, de l'activitat econòmica.[9] En el cas d'Espanya, la taxa d'emigració de persones qualificades se situava, el 2011, entre les més baixes de l'OCDE, en concret en el 2,8%, en comparació amb països amb economies avançades com França, Suècia, els Països Baixos i el Regne Unit, que van registrar taxes del 6%, del 7%, del 8% i de l'11%, respectivament.[10] A més a més, un estudi recent del Banc d'Espanya assenyala que, a partir del 2011, el pes de les persones amb nivells educatius més baixos ha augmentat entre la població emigrant nascuda a Espanya.[11] Aquests resultats ens duen a pensar que, ara com ara, l'emigració no limita el creixement de la capacitat productiva. No obstant això, és un fenomen que caldrà seguir de prop, ja que, probablement, continuarà sent una constant al país, com succeeix a la majoria de països desenvolupats.

Finalment, cal destacar que molts dels emigrants que han sortit en els últims anys probablement acabaran tornant. En una anàlisi recent, l'OCDE va estimar que entre el 20% i el 50% dels immigrants que rep un país marxen durant els cinc primers anys d'estada, sigui per tornar a casa o per traslladar-se a un tercer país.[12] Espanya, que ja registra notables creixements de l'activitat econòmica i de l'ocupació, hauria de ser capaç d'oferir a les persones que van emigrar prou oportunitats de desenvolupament professional i personal perquè vulguin tornar.

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

8. Cal destacar que les estadístiques poden infraestimar el nombre de persones que han sortit del país, ja que es basen en el padró de residents a l'estranger i és possible que hi hagi un nombre notable de persones emigrants que no s'inscriguin com a residents a l'estranger.
9. OCDE (2015), «Connecting with Emigrants: A Global Profile of diasporas».
10. La taxa es defineix com el nombre de persones amb educació terciària nascudes a Espanya que resideixen a l'estranger sobre el total de la població amb educació terciària nadiua a Espanya. OCDE (2015), «Connecting with Emigrants: A Global Profile of diasporas».
11. Izquierdo, Mario, Jimeno, Juan F. i Lacuesta, Aitor (2015), «Spain: From immigration to emigration?», Banc d'Espanya.
12. OCDE (2008), «International Migration Outlook».

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

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

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

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

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

Vulnerabilitat de les economies emergents
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK

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

Per què Europa genera poc creixement i ocupació?
Jordi Gual

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

Unió bancària: de formigó o de palla?
Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

POLS ECONÒMIC

ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIS ECONÒMICS

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

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

GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS
31 de desembre de 2015

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

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

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

CaixaBank Research a Twitter @CABK_Research

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

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

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

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

© CaixaBank, S.A., 2016

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

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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