IM12

INFORME MENSUAL
NÚMERO 407 | DESEMBRE 2016

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
La volatilitat del preu del petroli continuarà sent elevada

ECONOMIA INTERNACIONAL
Deute de les petrolieres emergents: plou sobre mullat

UNIÓ EUROPEA
La depreciació de la lliura: el termòmetre de l'impacte del brexit

ECONOMIA ESPANYOLA
Una mirada als Pressupostos Generals de l'Estat per al 2017

DOSSIER: PERSPECTIVES 2017

Política monetària el 2017: navegant amb el vent a favor, però amb mar de fons

Perspectives dels mercats emergents el 2017

Política i economia el 2017: un binomi inseparable

L'economia espanyola el 2017: creixent amb menys vents de cua

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Desembre 2016

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

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

Data de tancament d'aquesta edició:
30 de novembre 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 *La reforma del mercat de fons monetaris als EUA*
10 *La volatilitat del preu del petroli continuarà sent elevada*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL
15 *Alentiment del comerç mundial i inversió*
16 *Deute de les petrolieres emergents: plou sobre mullat*

18 UNIÓ EUROPEA
21 *Escenaris de la inflació subjacent: activitat, perifèria i petroli*
22 *La depreciació de la lliura: el termòmetre de l'impacte del* brexit

24 ECONOMIA ESPANYOLA
27 *Productivitat i qualitat de l'ocupació*
28 *Una mirada als Pressupostos Generals de l'Estat per al 2017*
29 *La millora de la competitivitat espanyola: la clau sectorial*

32 DOSSIER: PERSPECTIVES 2017
32 *Política monetària el 2017: navegant amb el vent a favor, però amb mar de fons*
Adrià Morron Salmeron
34 *Perspectives dels mercats emergents el 2017*
Mathieu Fort
36 *Política i economia el 2017: un binomi inseparable*
Javier Garcia-Arenas
38 *L'economia espanyola el 2017: creixent amb menys vents de cua*
Judit Montoriol Garriga

Perspectives 2017: «és la política, estúpid»

Durant la campanya per a les eleccions presidencials del 1992, James Carville, estrateg de Bill Clinton, va encunyar el famós lema «és l'economia, estúpid» per situar el focus del debat en la situació econòmica mentre el president Bush centrava el discurs en els èxits en política exterior, com la victòria dels EUA i els seus aliats a la Guerra del Golf. La frase es va popularitzar als EUA i actualment és utilitzada, amb variacions, per subratllar el que és realment important sobre un tema. Per a les perspectives econòmiques del 2017, ho tenim clar: la política.

Quatre grans capitals en què, sens dubte, els esdeveniments polítics condicionaran la marxa econòmica el 2017 il·lustren la portada d'aquest *Informe Mensual*: Washington D. C., Londres, Berlín i París.

A Washington D. C., anirem descobrint quina orientació adopta l'Administració del president Trump. Irònicament, seria desitjable que no complís les seves promeses electorals. L'economia nord-americana, propera a la plena ocupació, no necessita un fort impuls fiscal com el que va prometre el candidat Trump. En l'àmbit comercial, la imposició d'aranzels alts a les importacions xineses i mexicanes seria l'inici, molt probablement, de guerres comercials amb un cost molt elevat per a l'economia mundial. Afortunadament, no preveiem que succeeixi res de tot això. Un cop elegit, Trump ha començat a suavitzar el seu discurs i esperem que, sota la influència de l'ala més moderada del partit republicà, l'Administració adopti una orientació pragmàtica. La reacció dels mercats financers en les últimes setmanes, en general positiva, confirma que aquesta és la hipòtesi més estesa. Seria convenient que els primers passos de la nova Administració ho confirmin.

A Londres, el Govern britànic donarà el tret de sortida a les negociacions per marxar de la UE amb l'activació de l'article 50 del Tractat de Lisboa. El procés serà llarg i complex, però, per a totes les parts implicades, és convenient que els danys causats per la incertesa i l'acord final siguin els justos. Difícilment serà possible conciliar el manteniment del Regne Unit al mercat únic amb la negativa britànica al lliure moviment de persones, però seria desitjable trobar un equilibri que permeti el seu accés a aquest mercat en termes raonables. Per aquest motiu, el Regne Unit, segurament, haurà d'oferir concessions en els controls a la immigració europea.

Berlín i París formaran nous Governs després de les eleccions franceses del maig i alemanyes del setembre. Les dues cites electorals, juntament amb la dels Països Baixos i, segurament, també d'Itàlia, seran nous tests per a l'expansió dels populismes i de l'euroescepticisme. No hi ha dubte que el projecte europeu necessita el lideratge dels dos països. Per comptar amb aquest lideratge, és necessari que els dos Governs estiguin compromesos amb Europa i que tinguin un mandat electoral clar per poder-lo exercir. L'entorn no és el més propici per enarborar un discurs europeista, però és absolutament necessari tornar a generar il·lusió pel projecte europeu. La UE no es pot permetre ser percebuda, principalment, com el guardià de l'ortodòxia fiscal.

A Espanya, la formació de Govern ha representat un pas molt positiu, però el repte polític que afronta el 2017 continua sent transcendental: demostrar que la governabilitat i els grans acords, per exemple en els àmbits laboral, educatiu o territorial, són possibles malgrat el nou context de fragmentació política. Per aquest motiu, serà necessari dialogar, cedir, consensuar, trobar equilibris acceptables per a la majoria. En definitiva, fer política en majúscules.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de novembre de 2016

CRONOLOGIA

NOVEMBRE 2016

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

OCTUBRE 2016

29 Mariano Rajoy és investit president del Govern espanyol.

SETEMBRE 2016

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

AGOST 2016

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

JULIOL 2016

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

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.

AGENDA

DESEMBRE 2016

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (novembre).
5 Índex de producció industrial (octubre).
8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
13 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
15-16 Consell Europeu.
16 Enquesta trimestral de cost laboral (3T).
19 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (octubre).
20 Execució pressupostària de l'Estat (novembre).
22 Comerç exterior (octubre).
29 Taxa d'estalvi de les llars (3T).
30 Avanç IPC (desembre).
Balança de pagaments (octubre).
Posició d'inversió internacional neta (PIIN) (3T).

GENER 2017

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

2017: creixent en un món incert

L'economia mundial navega en un entorn més incert, però continua presentant un bon ritme d'avanç. Així, el 2016, va camí de créixer el 3,1%, un registre molt similar al 3,2% del 2015, i, el 2017, s'accelerarà notablement, amb un creixement previst del 3,5%. Així i tot, la incertesa que envolta l'escenari macroeconòmic ha augmentat després de la victòria de D. Trump i es mantindrà elevada, com a mínim, fins que es visualitzi l'orientació de la nova administració nord-americana. A curt termini, aquest *impasse* pot generar un repunt més intens dels tipus d'interès a llarg termini o inestabilitat financera en algun país emergent clau. Tot fa pensar, però, que, finalment, el nou president dels EUA durà a terme una aplicació pragmàtica de la seva agenda, atès que necessita el suport de l'ala moderada del partit republicà al Congrés per aprovar les mesures previstes.

Moderada revisió a l'alça de les perspectives de creixement i d'inflació als EUA. Després de l'elecció de D. Trump, el nou escenari de CaixaBank Research contempla un impuls fiscal d'1 p. p., aproximadament, entre el 2017 i el 2018 i preveu un impacte moderat en creixement i en inflació. En concret, les noves previsions situen el creixement del 2017 i del 2018 en el 2,3% i en el 2,4%, respectivament. La millora de les perspectives econòmiques reforça l'escenari de pujades de tipus de la Fed. De fet, després de la victòria de D. Trump, el mercat ha ajustat ràpidament les previsions d'actuació de la Fed i ara espera que, a més de l'increment del desembre del 2016, apugi tipus en dues ocasions més el 2017. Aquest és un escenari molt similar al de CaixaBank Research, que contempla tres pujades del tipus oficial l'any vinent.

L'entorn financer emergent trontolla davant el nou escenari polític als EUA. La combinació de mesures fiscals expansives i d'una política monetària menys acomodatícia no és propícia per als actius emergents, i així ho reflecteix la reacció de les borses i de les divises del bloc emergent en les últimes setmanes. Cal destacar que el conjunt de països emergents afronta aquest entorn menys favorable amb més fortaleses que en anteriors episodis d'inestabilitat. En aquest sentit, destaquen les bones dades d'activitat conegudes en els últims mesos, que continuen mostrant una notable acceleració del creixement. La recuperació moderada del preu del petroli, que s'espera que tingui continuïtat després de l'acord assolit entre els diferents països de l'OPEP per retallar la producció, també donarà suport a la recuperació dels països emergents, ja que molts d'ells continuen depenent de les exportacions de primeres matèries.

La zona de l'euro continua avançant a un ritme moderat, amb el suport d'una política monetària expansiva del BCE, del baix preu del petroli i de les reformes estructurals dutes a terme als diferents països de la zona de l'euro. Així mateix, l'impacte del *brexit* sobre el creixement és, ara com ara, més contingut del que s'havia previst inicialment, tot i que això no significa que no acabi tenint un impacte més important a mitjà termini. La inflació presenta, també, una tendència relativament favorable, amb el suport del creixement de la demanda interna i de la recuperació del preu del petroli. Així i tot, se situa encara en registres relativament baixos i allunyats de l'objectiu del BCE (al novembre, la inflació va ser del 0,6%). En aquest context, l'atenció es torna a centrar en l'actuació del BCE, ja que tot fa pensar que, en els propers mesos, anunciarà una extensió del programa de compra de bons, el final del qual estava previst, inicialment, al març del 2017. Ara com ara, l'expectativa que el BCE ampliï el QE, juntament amb el major ritme de pujades de tipus que ara el mercat espera per part de la Fed, propicia una notable depreciació de l'euro enfront del dòlar.

L'economia espanyola destaca positivament en el context europeu, amb un avanç del PIB que es manté vigorós i amb una millora de les perspectives de creixement per al 2016 i el 2017. En el 3T 2016, l'economia espanyola va avançar el 0,7% intertrimestral (el 3,2% interanual), d'acord amb la previsió de CaixaBank Research. No obstant això, la revisió de la sèrie històrica, que constata que, en la primera meitat del 2016, l'economia espanyola va créixer una mica per damunt del que s'havia anunciat prèviament, i l'acceleració de l'activitat que mostren els primers indicadors del 4T, en especial al mercat laboral, ens empenyen a revisar a l'alça la previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2016, del 3,1% al 3,3%. Per al 2017, aquesta revisió també és notable, del 2,4% al 2,6%. Per tant, tot fa pensar que el creixement continuarà sent vigorós i considerablement superior al de la majoria de països desenvolupats. Segons les previsions de CaixaBank Research, aquest bon ritme de creixement farà que, el 2017, l'economia espanyola superi el nivell de PIB que tenia el 2008, abans que comencés la recessió. A més a més, cal apuntar que, malgrat que el ritme d'avanç serà lleugerament inferior al del 2016, això serà degut a una menor força dels vents de cua, però l'evolució dels factors de fons continuarà sent favorable.

PREVISIONS

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

Economia internacional

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

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

Previsions

Economia espanyola

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

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,26	0,52	1,04	1,94	0,50	0,50	0,58	0,75	1,00	1,08
Líbor 3 mesos	0,32	0,75	1,42	2,21	0,64	0,79	0,93	1,12	1,32	1,52
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	2,00	2,63	1,25	1,46	1,61	1,76	1,92	2,08
Deute públic a 2 anys	0,67	0,82	1,62	2,71	0,77	0,72	0,94	1,21	1,48	1,76
Deute públic a 10 anys	2,13	1,81	2,76	3,49	1,75	1,56	2,04	2,47	2,68	2,86
Euro										
Refi BCE	0,05	0,01	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	–0,02	–0,26	–0,21	0,20	–0,26	–0,30	–0,30	–0,28	–0,25	–0,20
Euríbor 12 mesos	0,17	–0,03	0,05	0,53	–0,02	–0,05	–0,06	–0,03	0,01	0,06
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,24	–0,56	–0,24	0,38	–0,52	–0,64	–0,60	–0,43	–0,34	–0,19
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,11	0,76	1,79	0,12	–0,12	0,14	0,34	0,57	0,95
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,11	1,03	1,05	1,13	1,12	1,09	1,06	1,02	1,02
¥/€	134,33	119,55	113,01	116,69	121,91	114,26	115,00	113,67	111,99	113,04
£/€	0,73	0,82	0,88	0,87	0,79	0,85	0,89	0,90	0,89	0,88
PETROLI										
Brent ($/barril)	53,61	45,24	59,32	65,79	47,35	47,49	50,41	56,17	58,57	60,50
Brent (€/barril)	48,30	40,78	57,63	62,86	41,94	42,57	46,21	53,25	57,21	59,31

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

Previsions

CONJUNTURA · Impacte limitat del repunt de la incertesa política

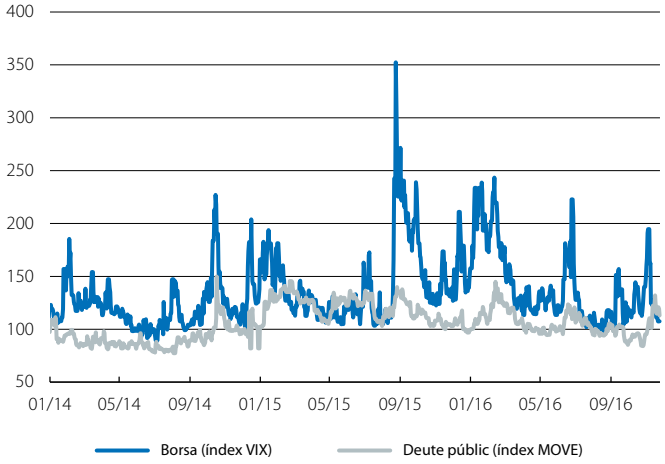
Els mercats globals s'enfronten al segon *shock* d'incertesa des de l'inici d'enguany amb un èxit relatiu. Els esdeveniments polítics han tornat a sorprendre una bona part de la comunitat internacional. La victòria contra pronòstic de Donald Trump en les eleccions nord-americanes ha posat de nou damunt la taula la importància creixent del factor polític com un eix de risc destacat. Com era d'esperar, l'elecció del candidat republicà ha propiciat fluctuacions d'una certa envergadura en les principals classes d'actius. No obstant això, la direcció d'alguns d'aquests moviments també ha estat objecte de sorpresa *ex post*. El clima d'elevada aversió al risc i a la volatilitat va quedar enrere amb rapidesa; les borses es van aconseguir recuperar de les importants pèrdues, i les rendibilitats del deute públic a llarg termini van revertir les caigudes inicials. Aquesta dinàmica de *risk-on*, caracteritzada per l'intens repunt dels tipus lliures de risc, l'avanç de les borses desenvolupades i l'apreciació del dòlar, s'ha perllongat en les setmanes posteriors al desenllaç electoral. No obstant això, la continuïtat d'aquesta pauta no està assegurada.

La incertesa postelectoral no s'esvairà i es mantindrà elevada, en especial la relacionada amb la política econòmica. Amb l'arribada de D. Trump a la Casa Blanca, s'obren diversos interrogants amb els quals hauran de conviure els inversors a curt i a mitjà termini. Interrogants que engloben gairebé totes les polítiques públiques, des d'immigració, comerç, política exterior i regulació fins a política econòmica. No obstant això, les perspectives relacionades amb aquesta última parcel·la són el principal focus d'atenció dels mercats, si més no a curt termini. A dia d'avui, sembla força probable que l'Administració entrant dugui a terme una política fiscal moderadament expansiva, que implicarà rebaixes impositives i un augment de la despesa en infraestructures i en defensa. En aquest sentit, contemplem que aquest impuls fiscal es tradueixi en taxes de creixement del PIB i de la inflació als EUA una mica més elevades que les previstes, tant el 2017 com el 2018 (per a més detalls, vegeu la Conjuntura d'Economia Internacional d'aquest mateix *Informe Mensual*). Així i tot, la incertesa continuarà sent elevada fins que la nova Administració no agafi el comandament i comenci a concretar les mesures.

Les expectatives sobre el canvi de rumb de la política fiscal generen intensos repunts en les rendibilitats dels bons sobirans. La flexió a l'alça dels tipus sobirans a llarg termini ha estat substancial. Als EUA, la rendibilitat del bo a 10 anys ha augmentat en 50 p. b. des de la celebració dels comicis electorals, fins al 2,35%. En el cas del bo a 30 anys, la rendibilitat ha repuntat 40 p. b., fins al 3%. El deute sobirà a Europa i al Japó no s'ha mantingut al marge d'aquesta dinàmica. La TIR del *bund* ha pujat fins al 0,25% i la del bo nipó a 10 anys, fins al 0,05%. El reajusta-

Volatilitat implícita als mercats financers

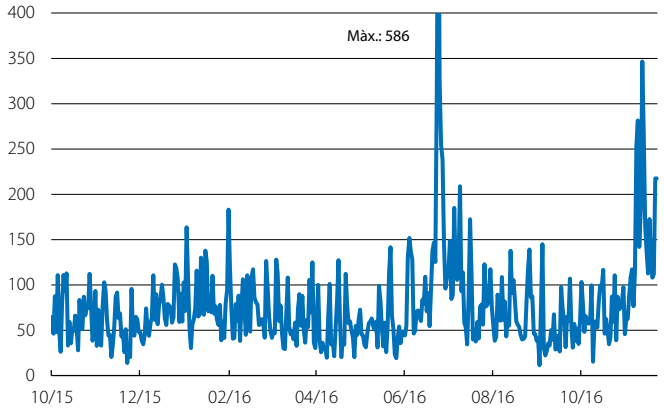
Índex (100 = gener 2007)



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

*EUA: índex d'incertesa de la política econòmica **

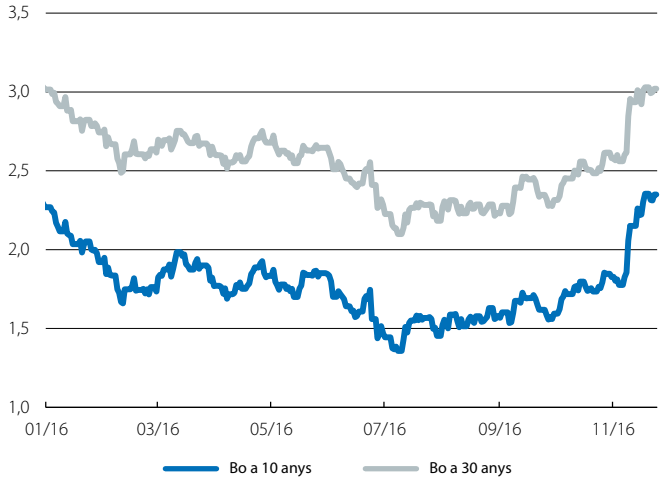
Nivell



Nota: ** Índex calculat a partir del nombre de vegades que apareix la paraula incertesa o similar en un article de premsa.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Baker, Bloom, Davis i Bloomberg.*

EUA: rendibilitat del deute públic

(%)



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

ment de les *yields* sobiranes obeeix, en bona part, al repunt de les expectatives de creixement i d'inflació derivades, al seu torn, de les perspectives d'estímuls fiscals. És especialment important la correcció registrada per les expectatives d'inflació a llarg termini als EUA, propera als 30 p. b.

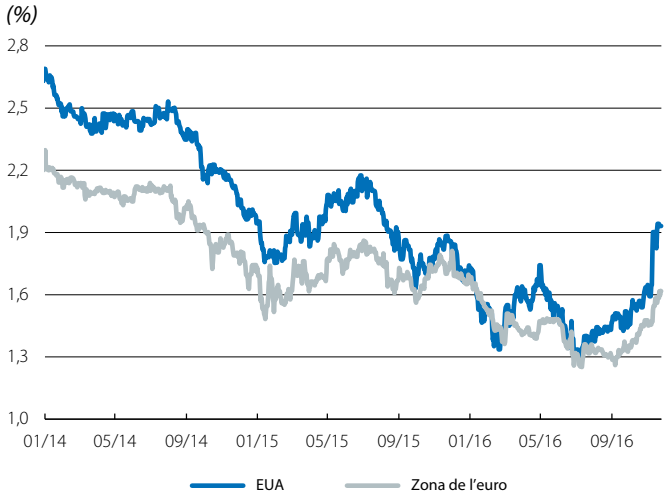
Diversos factors suggereixen que el repunt de les *yields* serà més permanent que transitori. El viratge del *policy mix* del Govern Trump cap a polítiques fiscals més expansives i un augment del risc de l'adopció de mesures proteccionistes dibuixa un escenari de tipus d'interès a llarg termini una mica més elevat. Probablement, tot plegat incidirà en la normalització de la prima de risc dels *treasuries* més llargs, que, en els últims temps, s'ha situat en nivells molt baixos. A mitjà termini, també serà rellevant la pressió que la política fiscal expansiva pugui acabar exercint sobre les finances públiques. Amb un deute públic que enguany tancarà a la vora del 110% del PIB, la preocupació dels inversors pel seu elevat nivell serà cada vegada major.

En aquest context, la Reserva Federal (Fed) no alterarà els propers passos de la seva estratègia de normalització. Atesa la gran incertesa regnant en el pla polític, la Fed optarà per aportar claredat mitjançant missatges i actuacions futures. De cara a la reunió del desembre, l'escenari de CaixaBank Research contempla que el banc central apujarà el tipus oficial fins al 0,50%-0,75%, al mateix temps que reiterarà la condicionalitat de les pujades futures a l'evolució dels indicadors d'activitat, de preus i de salaris. En aquest sentit, atès que, de cara al 2017 i el 2018, s'espera una acceleració moderada del creixement i de la inflació, també es contempla que el biaix de la política monetària sigui menys acomodatici. En aquesta mateixa línia s'ha pronunciat el mercat monetari als EUA, que ara descompta una pujada de tipus el 2017 i dues el 2018, enfront de cap i una, respectivament, abans de les eleccions nord-americanes.

Expectació elevada davant els ajustos que anunciï el BCE al seu programa de compra d'actius (QE). Després de la reunió de l'octubre, en què no es van produir grans novetats, tot fa pensar que el Consell de Govern (CG) del BCE donarà a conèixer modificacions rellevants sobre el QE al desembre. El focus d'atenció se centrarà en la probable extensió del programa de compra de bons més enllà del març del 2017 i en les eventuals referències a l'inici de la disminució dels estímuls monetaris *(tapering)*. En les últimes setmanes, les declaracions de diversos membres del CG, en ocasions poc coherents entre si, no han contribuït a aportar certesa a les intencions del BCE. Així i tot, el to de les actes de la reunió de l'octubre suggereix que Draghi serà caut i que posarà l'accent del discurs en el reforç del compromís del BCE per assolir l'objectiu d'inflació. Cautela que sembla apropiada si es pensa en la incertesa política tant a nivell mundial com europeu. Cites com el referèndum del 4 de desembre a Itàlia i les eleccions generals als Països Baixos, a França i a Alemanya l'any vinent auguren que el risc polític no remetrà.

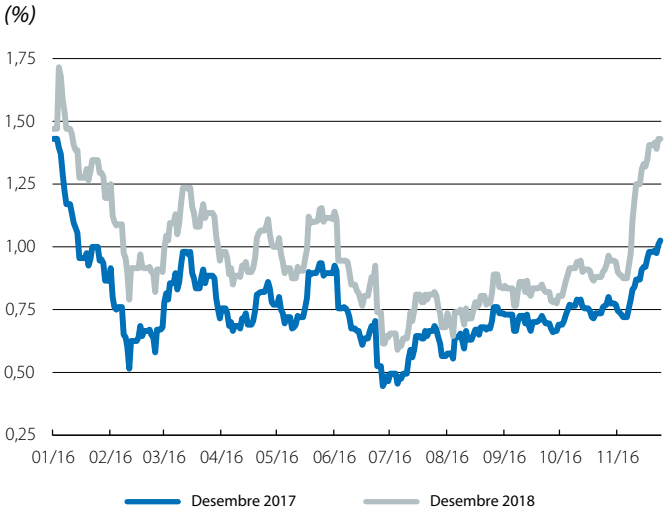
La renda variable aprofita el repunt de la volatilitat als mercats de bons sobirans. Una de les conseqüències més visibles

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



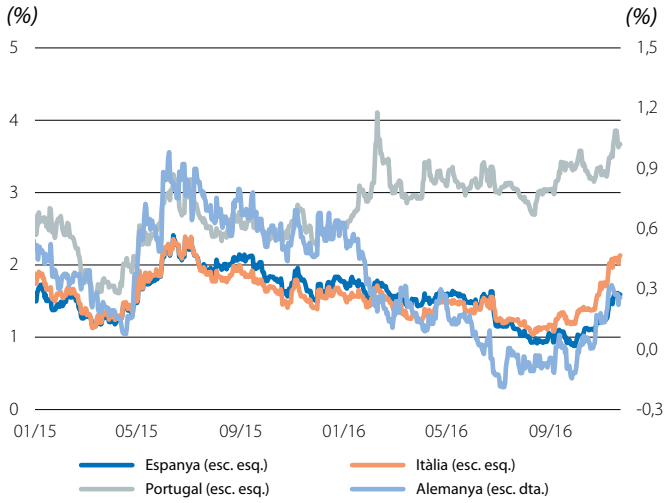
Nota: ** Swaps d'inflació, expectatives a cinc anys d'aquí a cinc anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

EUA: futurs del fed funds



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

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



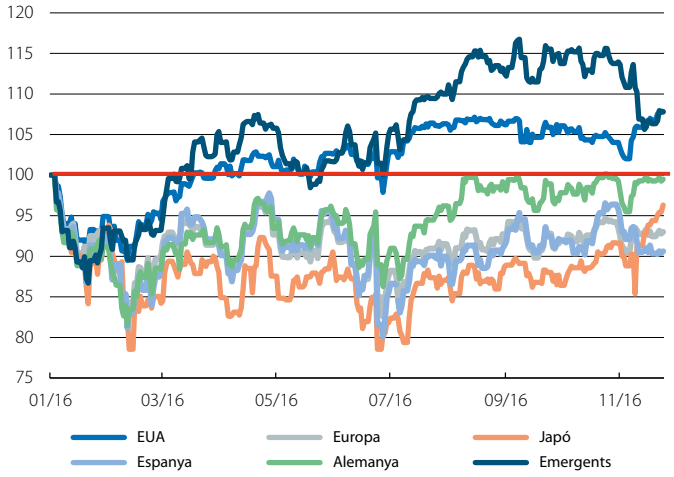
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

del resultat electoral als EUA ha estat la rotació de fluxos observada des d'actius de renda fixa cap a actius de renda variable del bloc avançat. Una circumstància una mica paradoxal si pensem que la materialització de la victòria de Trump era, per a la majoria d'inversors, un risc notable. Així, l'S&P 500 se situa més del 2% per damunt del nivell previ a les eleccions; el Nikkei, gairebé el 7%, i l'Eurostoxx, un tímid 0,5%. No obstant això, la prolongació d'aquesta pauta positiva és incerta, atès que la seva continuïtat és vulnerable a canvis en la percepció dels inversors sobre els factors que sustenten la fermesa de la borsa nord-americana. El *rally* postelectoral s'explica per l'avanç dels sectors que, *a priori*, es podrien beneficiar més de les polítiques del Govern de Trump, com el financer, l'energètic, l'industrial o el d'infraestructures. L'embranzida de les empreses nord-americanes més orientades al mercat domèstic també és reveladora. Més enllà dels moviments a curt termini, la qüestió veritablement rellevant és si les polítiques que pugui adoptar l'Administració Trump seran capaces d'impulsar el creixement a llarg termini sense generar desequilibris destacables o si, en canvi, els seus efectes seran temporals.

L'entorn financer emergent trontolla davant el nou escenari polític dels EUA. La combinació de mesures fiscals expansives i d'una política monetària menys acomodatícia als EUA no és propícia per als actius emergents. Així, les borses i les divises del bloc emergent han estat castigades arran d'aquest canvi del *policy mix* als EUA, i s'han produït intenses sortides de capitals dels mercats d'accions i de bons emergents, tot i que de forma dispar entre països. L'apreciació del dòlar, que, en termes efectius nominals, supera el 4% des de la victòria electoral de Trump, i la tendència a l'alça de les *yields* del deute públic nord-americà incrementen els riscos per a l'estabilitat financera d'alguns països. No obstant això, el conjunt del conglomerat emergent afronta aquest entorn menys favorable amb més fortaleses que en anteriors episodis d'inestabilitat. Per exemple, la vulnerabilitat macroeconòmica és avui substancialment menor, gràcies a la reducció de desequilibris interns que molts països han dut a terme (vegeu l'article del Dossier del present *Informe Mensual* «Perspectives dels mercats emergents el 2017» per a una anàlisi més detallada de les fortaleses i de les febleses del quadre macroeconòmic i financer dels països emergents). Finalment, un factor de suport addicional podria provenir de l'alça dels preus del petroli. L'acord assolit pels membres de l'OPEP per reduir la producció de cru hauria de contribuir en aquesta direcció. No obstant això, serà clau que aquest acord s'implementi de manera creïble i coordinada perquè la cotització del petroli mostri un to més ferm.

Principals borses internacionals

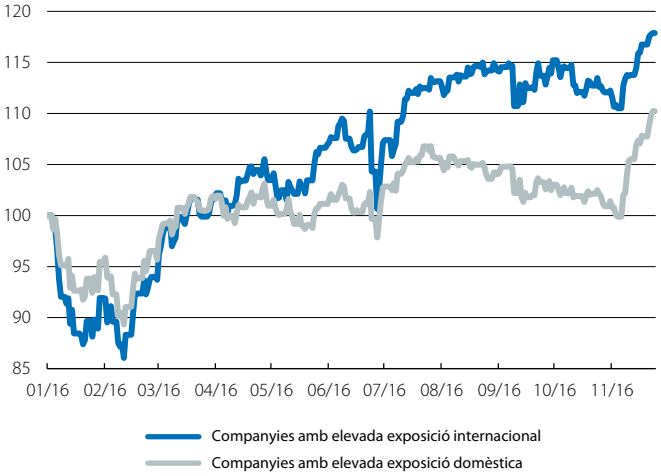
Índex (100 = gener 2016)



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

S&P 500: evolució borsària segons tipologia

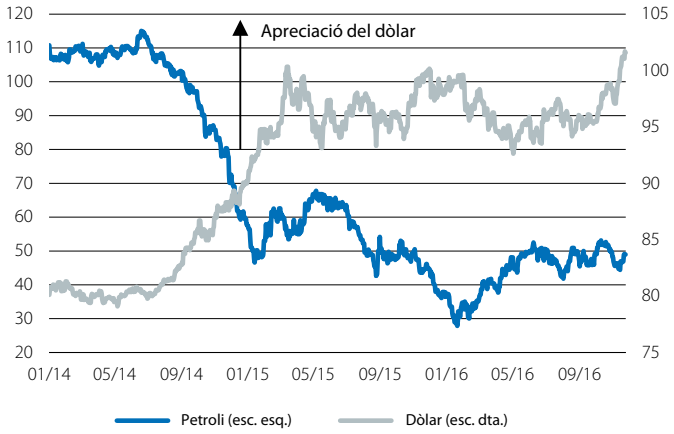
Índex (100 = gener 2016)



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

*Índex de valor del dòlar i del petroli Brent **

(Dòlars per barril) *Índex*



Nota: ** Índex de valor del dòlar: tipus de canvi efectiu nominal del dòlar enfront d'una cistella de les divises dels 10 principals socis comercials dels EUA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

FOCUS · La reforma del mercat de fons monetaris als EUA

El passat 14 d'octubre va entrar en vigor l'última reforma del mercat de fons monetaris dels EUA (d'ara endavant, MFM), la més ambiciosa de les últimes dècades. Una mostra de la importància dels canvis que comporta el nou marc regulador és l'augment considerable dels costos de finançament privats a curt termini, tant corporatius com del sector financer. Des del gener del 2016, el líbor en dòlars a tres mesos i la rendibilitat del paper comercial al mateix termini han repuntat 30 p. b., fins al 0,94% i el 0,88%, respectivament.

Abans de descriure la reforma del marc regulador de l'MFM i de valorar-ne l'impacte, cal repassar breument el funcionament d'aquest mercat i mostrar la importància que ha adquirit per a la bona marxa del sector financer nord-americà.

Els fons del mercat monetari (d'ara endavant, FMM) són vehicles d'inversió que inverteixen en actius de renda fixa a curt termini, que tenen un nivell elevat de liquiditat i un *rating* alt. Actius que compleixen aquests requisits són, per exemple, les lletres del Tresor, alguns títols de deute corporatiu, els certificats de dipòsits o els repos. La dimensió de l'MFM és considerable: 2,9 bilions de dòlars al setembre del 2016, xifra que representa gairebé el 16% del PIB dels EUA. Pel que fa a la seva tipologia, es poden diferenciar dues grans categories: els fons governamentals, que inverteixen en títols de deute públic i d'agències, i els fons *prime*, que ho fan, principalment, en instruments de deute emesos per empreses i per entitats financeres. Al seu torn, les dues categories es classifiquen en funció de la tipologia de l'inversor: institucional o minorista (*retail*, en anglès).

La funció dels FMM és, a grans trets, doble. D'una banda, ofereixen un producte d'estalvi amb un nivell de liquiditat i de seguretat similar al dels dipòsits bancaris, però amb una rendibilitat lleugerament superior. De fet, els FMM fixen un valor liquidatiu (VL) estable, normalment d'un dòlar per participació, tot i que el seu valor de mercat sigui inferior. A més a més, ofereixen la possibilitat de reembolsament immediat del capital. D'altra banda, aquests fons d'inversió s'han convertit en una font molt important de liquiditat per als mercats monetaris. Segons les estimacions de l'FMI, els FMM *prime* cobreixen el 35% de les necessitats de finançament a curt termini de la banca als EUA.

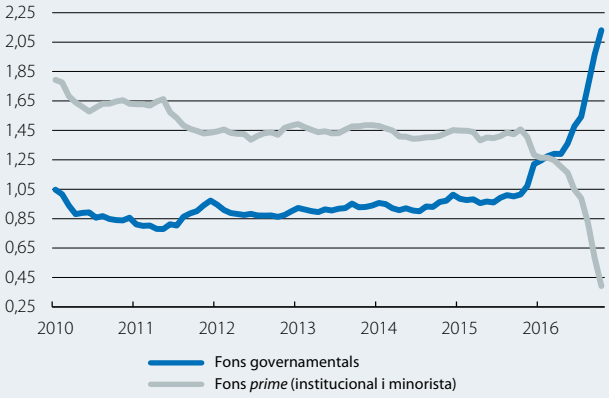
Al mateix temps que la importància d'aquests fons com a proveïdors de finançament ha augmentat, també s'ha incrementat el temor al fet que es converteixin en una font potencial d'inestabilitat financera. En aquest sentit, un dels escenaris que més preocupen al regulador del mercat de valors nord-americà, la SEC, és que es produeixi algun *shock* que alimenti un augment sobtat i generalitzat de les peticions de reembolsament dels FMM, ja que això tindria greus conseqüències per a l'estabilitat del sistema financer en general i, en última instància, per al conjunt de l'economia.

Aquest és, precisament, l'escenari que es vol evitar amb l'última reforma del marc regulador de l'MFM. Sota els nous requisits reguladors, els FMM *prime* del segment institucional han d'abandonar el sistema de VL fix i adoptar-ne un de variable que reflecteixi la valoració de mercat dels actius que componen el fons. Addicionalment, els fons *prime* (tant institucionals com minoristes) podran establir comissions de reembolsament de fins al 2% i suspendre de forma temporal els reembolsaments durant períodes d'estrès financer. Els FMM governamentals queden al marge de les noves disposicions del regulador.

L'impacte de la reforma de l'MFM al mercat monetari nord-americà ha estat sigil·lós i intens. Per evitar les fluctuacions dels VL i les potencials comissions i limitacions sobre els reembolsaments, s'ha produït un èxode de més d'1 bilió de dòlars des de fons *prime* cap a fons governamentals. Això ha comportat, *de facto*, una reducció molt notable de la demanda d'actius de renda fixa corporatius i financers. La conseqüència ha estat que, en els últims mesos, els costos de finançament bancaris i corporatius a curt termini han flexionat a l'alça de manera decidida. Tot i que es pot donar per finalitzat el reajustament de fluxos entre fons monetaris, és improbable que, atès el caràcter estructural dels canvis del marc regulador, aquests costos tornin als nivells d'uns mesos enrere. A curt termini, l'enduriment de les condicions financeres derivat d'aquest procés pot originar tensions de curt abast en alguns bancs o en empreses amb més dependència dels MFM. Malgrat tot, això no ha de deslluir l'avanç que representa l'adopció d'aquestes mesures, ja que reforcen la transparència dels FMM i ajuden a mitigar el risc sistèmic.

EUA: actius dels fons del mercat monetari per tipologia

(Bilions de dòlars)



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

FOCUS · La volatilitat del preu del petroli continuarà sent elevada

La forta caiguda del preu del cru al final del 2014 va ser una molt bona notícia per a les llars i per a la majoria d'empreses dels principals països desenvolupats. No obstant això, malgrat que el preu de l'or negre s'ha mantingut en cotes relativament baixes, s'ha produït un fort augment de la volatilitat, que ha assolit cotes no vistes des de l'esclat de la Gran Recessió. Un breu repàs dels factors que expliquen aquest repunt de la volatilitat fa pensar que, com a mínim a curt termini, aquest patró tindrà continuïtat.

Una primera font d'incertesa i, per tant, d'augment de la volatilitat procedeix de la demanda de petroli. Específicament, en els últims anys, s'han multiplicat els dubtes sobre les previsions de creixement a mitjà termini, propiciats, sobretot, per dos factors: un augment de la incertesa sobre el creixement potencial de l'activitat econòmica als països desenvolupats i, al mateix temps, una major incertesa sobre la intensitat del creixement en consum de petroli. Aquest segon factor s'ha intensificat en els últims anys, amb l'emergència de les noves tecnologies i amb el canvi de model productiu a la Xina, que promou el desenvolupament del sector serveis en detriment de l'industrial.

Tot i que els factors de demanda són importants, i malgrat que alguns s'han intensificat en els últims anys, difícilment poden explicar el canvi sobtat que s'ha produït en la volatilitat del preu del petroli des del 2014. Per tant, la resposta a aquest canvi de patró cal buscar-la en els factors d'oferta. En aquest camp, el factor que destaca és l'emergència del *shale*, un canvi de tecnologia productiva disruptiu i que evoluciona a gran velocitat, de manera que costa consolidar la valoració dels agents econòmics sobre aquest tema. Com s'ha posat de manifest des del 2014, el seu recorregut és superior a l'esperat. Això ha obert dos interrogants que encara no han trobat resposta: a quin preu és rendible el *shale*? i quina serà l'estratègia dels països de l'OPEP davant aquesta nova amenaça?

Pel que fa a la primera pregunta, malgrat que encara no hi ha una resposta concreta, en els últims anys, s'ha observat que la resistència dels productors de *shale* als baixos preus del petroli és superior a l'esperada. Malgrat que es considera que la majoria de pous no són rendibles amb preus inferiors als 65-70 dòlars, hi ha diversos productors que obtenen beneficis amb els preus actuals, i, de fet, la inversió ja comença a remuntar. Aquesta evolució és coherent amb anàlisis recents que suggereixen un llindar de rendibilitat a la zona dels 60 dòlars. Totes aquestes incògnites alimenten, amb seguretat, l'augment de la volatilitat.

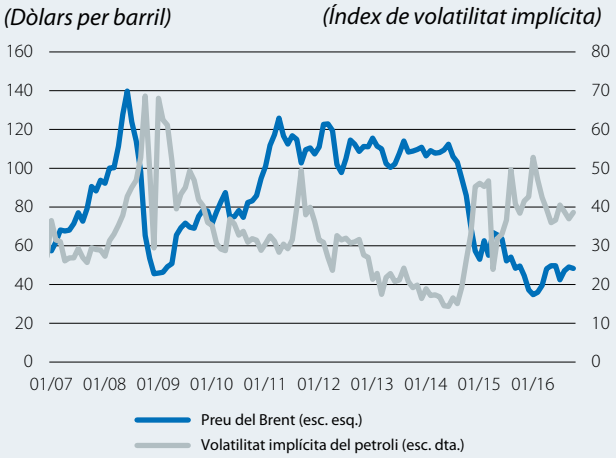
La resposta a la segona pregunta està condicionada, en gran part, per la incertesa que envolta el preu que fa que el *shale* sigui rendible per als productors. La forta caiguda del preu del petroli es va produir, en part, perquè l'Aràbia Saudita va decidir deixar d'actuar com a *swing producer*, el productor que ajustava la producció per mantenir estable el preu. L'augment de l'oferta que es va produir va propiciar el fort ajust en els preus, fita que havia de servir per expulsar del mercat els productors de *shale*.

No obstant això, després de diversos trimestres amb el preu del petroli baix, ara són els mateixos països de l'OPEP els que necessiten amb urgència que pugi el preu, ja que les seves finances públiques s'han deteriorat de forma substancial. Aquestes tensions contraposades, la voluntat d'expulsar els productors de *shale*, sense saber a quin preu poden ser expulsats, i la pressió que un preu baix exerceix sobre les seves finances públiques, han mantingut la volatilitat del preu del petroli especialment elevada en els últims trimestres.

Això explica que l'acord que els països de l'OPEP van assolir el 30 de novembre a Viena sigui tan important. Després de molt de temps, es comença a tancar una part de les incògnites. L'acord estableix que els membres del càrtel es comprometen a reduir la producció en 1,2 milions de barrils al dia, fins a un total proper als 32,5 milions. Per tant, sembla que, després d'uns trimestres de tensions entre els diferents països que formen el càrtel, finalment tots han convingut que un preu lleugerament per damunt de l'actual, tot i que no gaire allunyat, és el que els convé més.

De tota manera, atès que l'economia de la majoria de països que formen l'OPEP es troba en una posició força feble i que, per tant, tots tenen incentius per incomplir l'acord i augmentar la producció, la incertesa sobre la seva viabilitat serà elevada fins que no es pugui verificar-ne el compliment, de manera que caldrà esperar la publicació de les xifres de producció al llarg del 2017. La volatilitat, per tant, continua estant assegurada un temps més.

Mercat del petroli: preu i volatilitat



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

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	30-nov	31-oct	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	**–0,31**	–0,31	0	–18,3	–20,0
Euríbor 12 mesos	**–0,08**	–0,07	–1	–14,0	–12,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,80**	–0,69	–11	–42,2	–42,1
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,73**	–0,62	–11	–38,5	–31,5
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**0,28**	0,16	12	–34,9	–19,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**1,55**	1,20	35	–22,1	2,9
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	**127**	104	23	12,8	22,2
EUA					
Fed funds (límit superior)	**0,50**	0,50	0	0,0	25,0
Líbor 3 mesos	**0,93**	0,88	5	31,7	51,4
Líbor 12 mesos	**1,64**	1,58	6	46,2	65,9
Deute públic a 1 any	**0,77**	0,64	13	17,3	29,1
Deute públic a 2 anys	**1,11**	0,84	27	6,2	18,0
Deute públic a 10 anys	**2,38**	1,83	55	11,1	17,4

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

	30-nov	31-oct	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2016 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**80**	73	7	2,3	9,7
Itraxx Financer Sènior	**107**	97	10	30,4	39,2
Itraxx Financer Subordinat	**245**	223	22	89,1	102,6

Tipus de canvi

	30-nov	31-oct	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
$/€	**1,059**	1,098	–3,6	–2,5	0,2
¥/€	**121,190**	115,100	5,3	–7,2	–6,8
£/€	**0,847**	0,897	–5,6	14,9	20,7
¥/$	**114,460**	104,820	9,2	–4,8	–7,0

Primeres matèries

	30-nov	31-oct	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**421,0**	403,6	4,3	12,3	9,6
Brent ($/barril)	**49,9**	46,7	6,8	39,5	16,4
Or ($/unça)	**1.173,3**	1.277,3	–8,1	10,5	10,2

Renda variable

	30-nov	31-oct	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2016 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**2.199**	2.126	3,4	7,6	5,7
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.052**	3.055	–0,1	–6,6	–13,0
Ibex 35 (Espanya)	**8.688**	9.143	–5,0	–9,0	–16,4
Nikkei 225 (Japó)	**18.308**	17.425	5,1	–3,8	–7,3
MSCI emergents	**863**	905	–4,7	8,6	6,0
Nasdaq (EUA)	**5.324**	5.189	2,6	6,3	4,2

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

CONJUNTURA · L'expansió continua, però augmenta la incertesa després de la victòria de Donald Trump

El creixement global continua avançant a bon ritme després dels bons registres del 3T. Als països avançats, les dades de creixement del 3T han estat positives i una mica per damunt de les previsions i, als emergents, es confirma l'acceleració, d'acord amb les nostres previsions. Així, l'economia mundial va camí de créixer el 3,1% el 2016, un registre molt similar al 3,2% del 2015, i, el 2017, s'accelerarà de forma notable, amb un creixement previst del 3,5%.

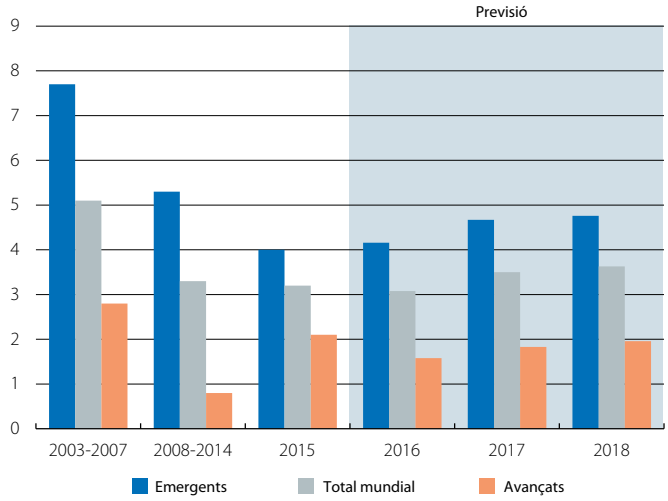
De tota manera, la incertesa que envolta l'escenari macroeconòmic ha augmentat després de la victòria de D. Trump i es mantindrà elevada, com a mínim, fins que es visualitzi l'orientació de la nova administració nord-americana. A curt termini, aquest *impasse* pot generar un repunt més intens dels tipus d'interès a llarg termini o inestabilitat financera en algun país emergent clau. La caiguda de les entrades de capital als països emergents després de la victòria de D. Trump fins a nivells no vistos des del *taper tantrum* del 2013 i la depreciació de les monedes d'aquests països, en especial el peso mexicà i la lira turca, exemplifiquen aquest temor. De tota manera, tot fa pensar que l'agenda que aplicarà el nou president dels EUA serà pragmàtica, atès que necessita el suport de l'ala moderada del partit republicà al Congrés per tirar endavant les mesures. En aquest sentit, el que sembla més probable és que es dugui a terme una política fiscal només moderadament més expansiva, ja que una gran part del Partit Republicà no permetrà que el deute públic augmenti gaire més (el 2016 tancarà molt a prop del 110% del PIB), i que s'apliquin mesures proteccionistes puntuals, com, per exemple, mesures *antidumping* a països i a productes concrets.

ESTATS UNITS

Revisió a l'alça del PIB el 2017 i el 2018. El nou escenari contempla un impuls fiscal d'1 p. p., aproximadament, entre el 2017 i el 2018 i preveu un impacte moderat en creixement i en inflació. S'espera que la incertesa s'esvaeixi de forma relativament ràpida i que no acabi afectant el quadre macroeconòmic de forma substancial. Així, segons les noves previsions de CaixaBank Research, el 2017, el creixement se situarà en el 2,3% (abans, el 2,1%) i, el 2018, en el 2,4% (abans, el 2,0%). Aquesta revisió a l'alça és la conseqüència d'una política fiscal una mica més expansiva que la prevista sota l'escenari d'una victòria de H. Clinton i contempla baixades d'impostos a les rendes més altes i a les empreses i una major despesa en infraestructures. D'altra banda, en aquest escenari, la inflació també s'accelerarà una mica més ràpidament del que s'havia previst anteriorment i assolirà el 2,3% el 2017 i el 2,4% el 2018, xifres que representen una revisió de +1 i de +2 dècimes, respectivament.

PIB mundial

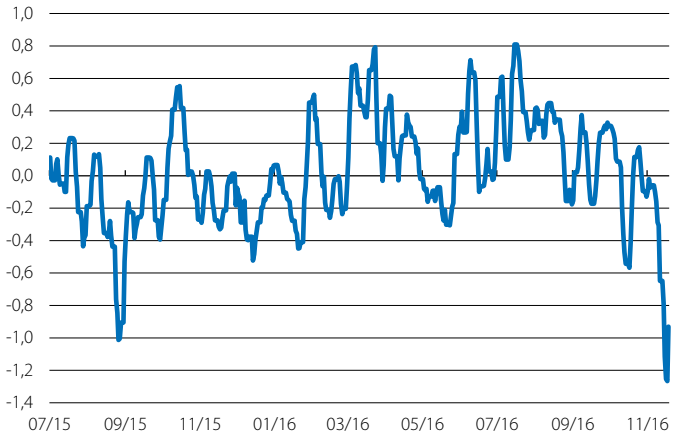
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

*Entrades diàries netes de capital en cartera en emergents * (deute i accions)*

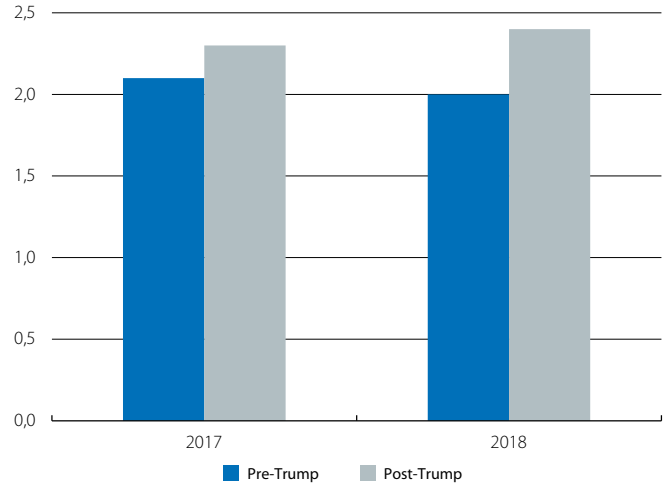
Mitjana mòbil de set dies (milers de milions de dòlars)



Nota: ** Països inclosos: Indonèsia, Índia, Corea, Tailàndia, Sud-àfrica, Brasil, Turquia, Hongria i Mèxic.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

EUA: previsions de creixement del PIB

Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

El nou quadre macroeconòmic reforça les previsions de pujades de tipus de la Fed. La recuperació gradual de la inflació cap a cotes més properes al 2% i la millora de les perspectives de creixement esvaeixen els dubtes sobre l'actuació futura de la Fed. El manteniment del to positiu del mercat laboral i les bones dades d'activitat també reforcen aquest escenari. Així, a l'octubre, es van crear 161.000 llocs de treball, xifra que situa la mitjana mensual des de l'inici de l'any en un vigorós 181.000. Per la seva banda, l'índex de sentiment empresarial (ISM) de manufactures va arribar als 51,9 punts, de manera que consolida el fort repunt registrat al setembre. Així mateix, l'indicador ISM de serveis es va mantenir en nivells elevats (54,8 punts). Aquestes dades d'activitat tan positives i l'evolució favorable del PIB del 3T avalen la precisió d'un creixement de l'1,6% el 2016.

Els inversors reajusten les expectatives sobre la velocitat a la qual la Fed apujarà els tipus d'interès. La victòria de D. Trump i les bones dades d'activitat han comportat que el mercat incrementi el ritme esperat de pujades del tipus oficial: de cap pujada a una el 2017 (el 0,75%-1%) i d'una a dues el 2018 (l'1,25%-1,5%). D'aquesta manera, el preu dels actius financers nord-americans, en especial el deute públic a llarg termini, reflecteix un escenari de tipus més similar al de CaixaBank Research, que es manté sense canvis: segona pujada al desembre del 2016, tres pujades addicionals el 2017 (l'1,25%-1,5%) i tres més el 2018 (el 2%-2,25%).

JAPÓ

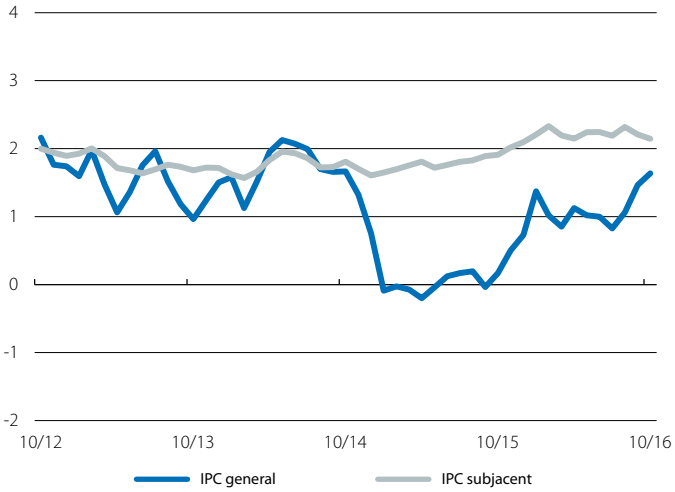
Sorpresa a l'alça del PIB del 3T, que va avançar molt per damunt de les previsions de CaixaBank Research i del consens d'analistes. Així, en termes intertrimestrals, va créixer un significatiu 0,5% i, en termes interanuals, va avançar el 0,8%. Aquesta grata sorpresa és matisada pel fet que la composició del PIB no ha estat esperançadora: l'acceleració va ser deguda a la sòlida contribució de la demanda externa, però això va contrastar amb el tènue avanç del consum privat i amb el to modest de la inversió en equipament. Les previsions de CaixaBank Research són revisades lleugerament a l'alça, tant el 2016 (del 0,6% al 0,7%) com el 2017 (de l'1,0% a l'1,1%), després de la bona dada del 3T, però l'escenari central, a mitjà termini, es manté sense canvis. D'altra banda, continua l'atonia en la inflació del Japó, la qual cosa complica l'assoliment de l'objectiu de l'autoritat monetària d'una inflació del 2%. Així, l'IPC general va avançar a l'octubre el 0,1% i l'IPC de referència del Banc del Japó (sense aliments frescos) va recular per vuitè mes consecutiu (el –0,4% interanual).

EMERGENTS

Desassossec a Mèxic pel triomf de D. Trump. La victòria de Trump representa un *shock* d'incertesa a curt termini i potencials efectes moderats a mitjà termini, la qual cosa justifica una revisió de l'escenari de referència de CaixaBank Research. Així, malgrat que no s'espera una revisió extrema del NAFTA o de les relacions migratòries entre els EUA i Mèxic, sí que és molt probable que les relacions polítiques quedin afectades (la probabilitat de turbulències financeres, en especial sobre el tipus de

EUA: IPC

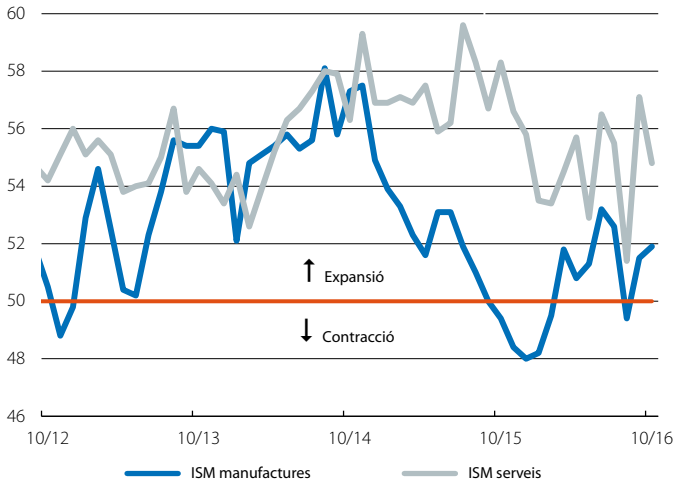
Variació interanual (%)



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

EUA: indicadors d'activitat

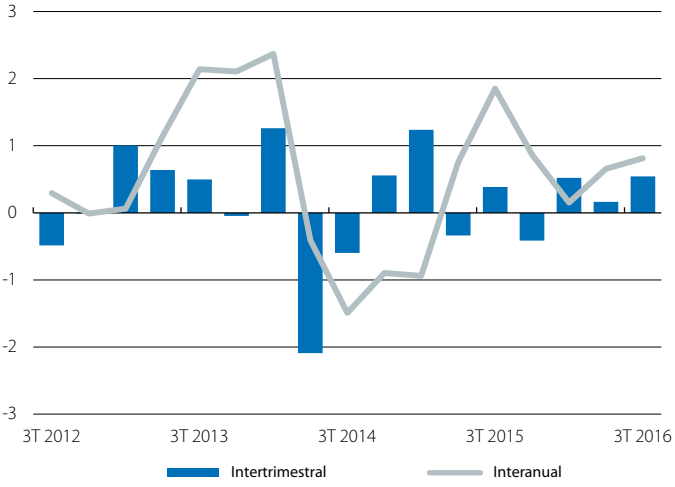
Nivell



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

Japó: PIB

Variació intertrimestral e interanual (%)



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

canvi, és elevada, i la forta depreciació del peso després de la victòria de Trump exemplifica aquest risc). Per tant, fem un moderat ajust a la baixa en les previsions de creixement de –0,1 p. p. el 2016 (del 2,2% al 2,1%) i de –0,5 p. p. el 2017 i el 2018 (del 2,5% al 2,0% el 2017 i del 3,0% al 2,5% el 2018). Així mateix, preveiem que el Banc de Mèxic, per mantenir la inflació controlada, serà més agressiu en les pujades de tipus previstes.

Bones dades d'activitat per al conjunt de països emergents. El creixement previst per a la resta de països emergents es manté sense canvis, ja que els indicadors d'activitat continuen mostrant una acceleració del ritme d'avanç coherent amb l'escenari considerat per CaixaBank Research. En aquest sentit, destaca l'índex agregat de creixement econòmic elaborat per l'IIF, que situa el ritme d'avanç al voltant del 4,5%, clarament per damunt del 3,5% registrat al començament de l'any.

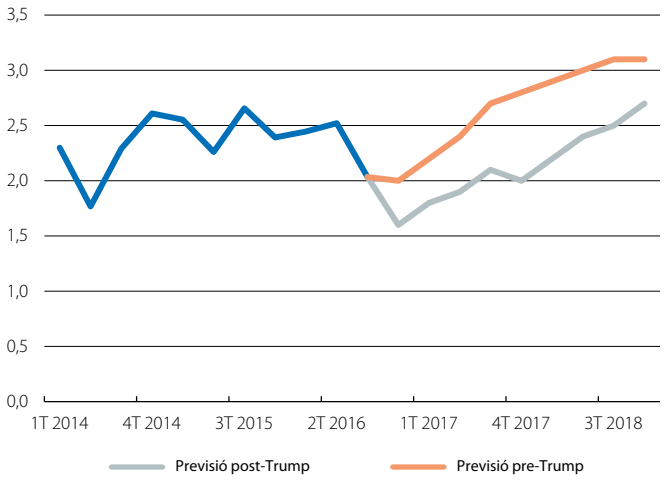
A la Xina, l'economia s'estabilitza, però persisteixen els dubtes sobre la voluntat reformista. Les dades d'activitat de l'octubre confirmen l'estabilització de l'economia xinesa. El sector exterior va ser l'únic element que va continuar mostrant símptomes de feblesa (vegeu el Focus «Alentiment del comerç mundial i inversió», en aquest mateix *Informe Mensual*). Més enllà d'aquesta perspectiva a curt termini, els focus de risc es mantenen elevats. En particular, la sorprenent destitució, al novembre, del ministre de Finances i defensor de les reformes estructurals, Lou Jiwei, sembla indicar que l'Executiu xinès prioritza més el creixement a curt termini que les reformes. Aquest senyal és especialment preocupant, ja que, en els últims anys, el creixement del gegant asiàtic ha anat acompanyat d'un creixent deute corporatiu, que se situa en nivells difícilment sostenibles, i de fortes pressions sobre el sector immobiliari. Aquests elements exemplifiquen la necessitat de dur a terme reformes estructurals profundes perquè el creixement sigui equilibrat i sostingut a llarg termini.

El Brasil, l'Índia i Rússia, tres països que encarnen diferents dilemes emergents. Al Brasil, el PIB va patir una reculada apreciable en el 3T, amb una caiguda del –2,9% (el –3,6% en el segon semestre), afectat per la forta caiguda de la inversió. Aquesta dada confirma que la sortida de la recessió continua sent complicada. L'economia índia, per la seva banda, va avançar un notable 7,3% (el 7,1% en el trimestre anterior), gràcies al dinamisme del consum, que va compensar la caiguda de la inversió. Finalment, a Rússia, es comença a albirar el final de la feblesa econòmica: en el 3T 2016, el PIB va caure el 0,4% interanual (el –0,6% en el 2T). Aquesta xifra és una mica millor que la prevista i confirma que es progressa lentament en la sortida de la recessió. Les perspectives per al 2017 són encoratjadores, ja que s'espera un retorn al creixement positiu (l'1,3% per al còmput anual).

Primeres matèries: sense canvis en l'escenari del petroli després de l'acord de l'OPEP. En resposta a l'acord del 30 de novembre, que limita la producció diària de cru a 32,5 milions de barrils, el preu del petroli de qualitat Brent es va disparar més del 8% i va arribar als 50 dòlars per barril. En els propers mesos, s'espera que continuï una gradual via alcista i que la volatilitat també continuï sent elevada (vegeu el Focus «La volatilitat del preu del petroli continuarà sent elevada», en el present *Informe Mensual*).

Mèxic: PIB

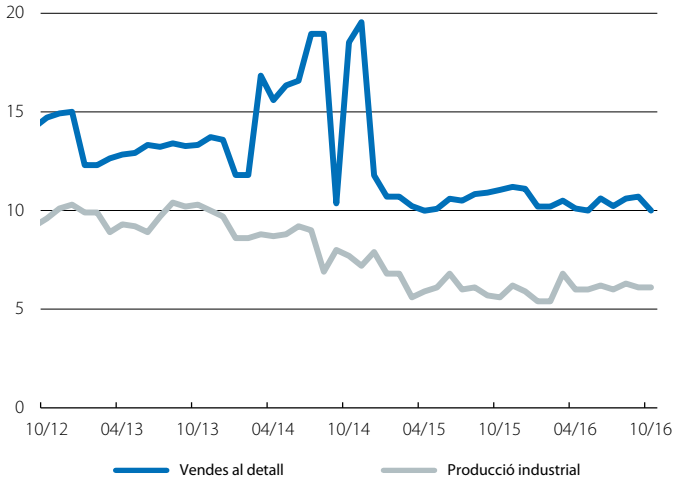
Variació interanual (%)



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

Xina: indicadors d'activitat

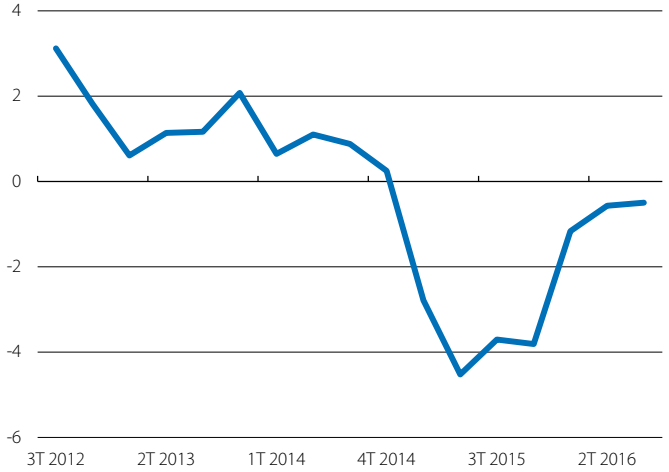
Variació interanual (%)



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

Rússia: PIB

Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Servei Federal d'Estadístiques.*

FOCUS · Alentiment del comerç mundial i inversió

La feble evolució del comerç a nivell mundial és un dels principals focus de preocupació, en especial als països desenvolupats. El comerç va créixer a un ritme molt superior al del PIB durant els anys anteriors a la crisi. No obstant això, després dels vaivens que es van produir durant la fase culminant de la recessió, el rumb que ha pres el comerç global és molt poc dinàmic. Molts països desenvolupats observen amb temor aquest nou patró, ja que, davant una demanda interna que no acaba d'aixecar el vol, miraven cap a l'exterior com una possible font de creixement. El debat està servit: aquest canvi de tendència que s'observa en el comerç global es mantindrà en els propers anys o és temporal?

Com es tracta d'un fenomen relativament nou, el debat entre els economistes sobre els factors que poden canviar el patró del comerç a nivell mundial encara està obert, però hi ha un cert consens sobre la idea que deriva de la confluència de diversos elements, entre els quals destaquen un augment del proteccionisme i un alentiment en la formació de cadenes de valor globals.

Un altre element que sembla molt important per entendre l'evolució recent del comerç és la pobra evolució de la inversió en els últims anys, de forma relativament generalitzada als països desenvolupats, però també en algun país emergent.[1] En concret, diferents estudis atribueixen al voltant del 50% de la desacceleració del comerç mundial al menor creixement de la inversió.[2]

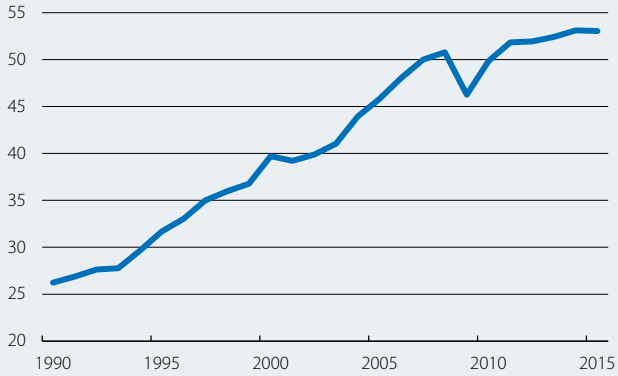
Als països desenvolupats, la pobra evolució de la inversió en els últims anys és deguda a diversos factors, com l'elevat palanquejament que presentava el sector corporatiu, la menor capacitat creditícia del sector financer a l'inici de la recessió i el repunt de la incertesa pels diferents *shocks* que s'han produït. De tota manera, amb més o menys intensitat en funció del país, aquests elements han perdut força en els últims anys i, malgrat tot, la inversió no s'ha refet. És per això que diversos estudis consideren que, a més d'aquests factors temporals, la menor fermesa de la inversió també és deguda a l'impacte que tenen les noves tecnologies. Per exemple, els sectors més vinculats a les noves tecnologies, que són els que més creixen, inverteixen molt menys que els sectors industrials clàssics.[3] Així, tot i que s'espera que la inversió guanyi dinamisme a curt termini, a mesura que els factors temporals esmentats més amunt continuïn perdent força, també s'han ajustat a la baixa les perspectives de creixement a llarg termini.

Pel que fa als països emergents, el canvi de patró de la inversió s'observa, sobretot, a la Xina. El gegant asiàtic du a terme un profund canvi del model productiu, s'allunya del patró inversor-exportador i fomenta el consum de les llars i el sector serveis. L'impacte sobre el comerç global d'aquest canvi no és menor, ja que el país asiàtic ha estat un dels artífexs dels creixents fluxos comercials (tant en primeres matèries com en manufactures). El dinamisme de la inversió xinesa, centrada en infraestructures, va comportar que el país es convertís, en la dècada dels 2000, en el principal demandant de la majoria de metalls bàsics, fins a consumir, en molts casos, gairebé el 50% de la producció mundial. No obstant això, l'alentiment de la tendència inversora del gegant asiàtic ha comportat una frenada de la demanda de primeres matèries i, en conseqüència, dels fluxos comercials globals. Tot i que es tracta d'un factor menys rellevant que el del feble dinamisme inversor als països desenvolupats, el seu caràcter estructural tindrà implicacions duradores sobre el comerç.

En definitiva, la feblesa del component inversor ha estat un element clau en l'alentiment dels fluxos comercials globals. D'aquesta anàlisi se'n deriven dues conclusions. A curt termini, la recuperació de la inversió als països desenvolupats donarà de nou suport als fluxos comercials a nivell mundial. No obstant això, a mitjà termini, el canvi de model productiu de la Xina i el protagonisme creixent de les noves tecnologies en limitaran el recorregut a l'alça.

Comerç internacional

Importacions (% del PIB)



Nota: *Importacions de béns i serveis i PIB agregats a partir del tipus de canvi i en termes constants (en dòlars del 1980).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i de l'OMC.*

1. La inversió és un dels components del PIB amb una intensitat importadora més elevada. Per exemple, per a la mitjana de països de l'OCDE, per cada euro d'inversió gastat, 32 cèntims corresponen a consums intermedis importats.
2. Diferents estudis mostren que la feblesa de la inversió podria explicar entre el 40% i el 75% de l'alentiment del comerç mundial. Vegeu, per exemple, IMF, «Global Trade: What's Behind the Slowdown», WEO, capítol 2, octubre del 2016; OECD, «Cardiac arrest or dizzy spell: why is world trade so weak and what can policy do about it?», Economic Policy Paper, núm. 18, setembre del 2016.
3. Per a una discussió més detallada de l'impacte de les noves tecnologies sobre la inversió, vegeu els articles del Dossier «L'economia digital», publicat a l'IM07/2015.

FOCUS · Deute de les petrolieres emergents: plou sobre mullat

Des del 2006, el deute global públic i privat no financer ha crescut el 35%. Es tracta d'una evolució àmpliament publicitada. Potser no és tan conegut el fet que les empreses dels països emergents han tingut un paper important en l'acumulació d'aquest deute: són responsables del 40% d'aquest augment. En aquest context, un sector que desperta preocupació és el de les empreses petrolieres dels països emergents. Són empreses que no solament han aprofitat les laxes condicions financeres internacionals, com ho han fet moltes altres empreses als països emergents, sinó que, a més a més, se situen en un sector que ha patit un *shock* de preus molt contundent. Si, a aquests dos factors, s'afegeix que, en moltes ocasions, es tracta d'empreses públiques, la importància de tenir ben afinat el diagnòstic de la seva situació augmenta.

Tot i que calibrar a fons la solvència d'una empresa requereix una anàlisi detallada del seu balanç, és possible realitzar una primera aproximació mitjançant tres indicadors fonamentals. Així, una empresa estarà en una situació folgada d'endeutament si afronta sense problemes els costos financers del seu deute amb els beneficis operatius; si l'endeutament no és excessiu en relació amb els recursos propis, i si el seu volum de deute no és gaire elevat en comparació amb els seus beneficis.[1]

Doncs bé, si analitzem les principals petrolieres que cotitzen en borsa, la situació de solvència mitjana de les petrolieres dels països emergents és inferior a la de les seves equivalents avançades, ja que, com es pot apreciar en la taula següent, presenten xifres més negatives en els tres indicadors esmentats.[2] Atesa aquesta tessitura, cal preguntar-se si aquests indicadors més negatius de les petrolieres emergents arriben a l'extrem de comportar riscos de solvència relativament elevats.

Una primera resposta a l'interrogant la proporciona la situació de qualificació creditícia que determinen les agències de *rating*. De les 14 empreses analitzades, set se situen per sota del «grau d'inversió». No obstant això, atès que la relació entre el *rating* del país i les seves empreses no és totalment independent, a vegades la qualificació creditícia intrínseca d'una empresa podria ser una mica diferent. Per ajustar l'anàlisi, es pot establir una correspondència entre els nivells actuals d'endeutament i els de qualificació creditícia. Convencionalment, es considera que una empresa se situa clarament per sota del «grau d'inversió» quan la ràtio *interest coverage* és inferior a 2 o quan la ràtio deute sobre EBITDA és superior a 7. En alguna d'aquestes dues situacions tan exigents hi ha quatre de les 14 empreses emergents analitzades, dues de les quals qualificades per sota del «grau d'inversió», però les altres dues, no.

Malgrat que sembla una proporció baixa, és més preocupant el diagnòstic quan es té en compte que aquestes empreses acumulen el 60% del deute total del grup de petrolieres emergents. Així mateix, cal assenyalar que, si, eventualment, fos necessària una recapitalització amb fons públics, caldria tenir en compte que l'impacte potencial sobre les finances públiques podria no ser menor, ja que el deute de les quatre empreses de solvència més justa que s'han esmentat representen totals que van de l'1% al 7% del PIB dels respectius països.

Una segona anàlisi que es pot realitzar per valorar la situació financera de les empreses és aplicar un exercici d'*stress testing*, és a dir, analitzar quina seria la situació de solvència si es produeixen una sèrie de *shocks* adversos. Tot i que no es disposa d'un exercici específicament centrat en el sector del petroli, l'FMI sí que l'ha realitzat per a les empreses del sector de les primeres matèries (energètiques i no energètiques) als països emergents. Específicament, ha estudiat com evolucionaria el deute de risc (definit com el que té una empresa amb un ICR 2 o inferior) si es produís un triple *shock*: un augment dels costos de finançament (del 30%), una caiguda dels beneficis (del 20%) i una depreciació de les divises emergents (del 30%).[3] En aquest escenari, l'FMI estima que el deute en risc d'aquestes empreses superaria amb escreix el 30% del deute corporatiu en el cas del Brasil; s'acostaria al 15% en el d'Indonèsia; superaria el 10% en el d'Hongria, i se situaria en la zona del 5% en el de l'Argentina i Filipines.

En resum, quan es baixa de l'anàlisi del deute corporatiu general a la del sector del petroli, la percepció de risc s'intensifica. Així i tot, com s'ha comentat més amunt, perfilar amb rigor la situació de solvència individual de les companyies excedeix l'objectiu general d'aquesta anàlisi. A més a més, cal tenir en compte que, si es compleix l'escenari de recuperació del petroli que s'espera per al 2017-2018, es reduirà la pressió sobre la solvència de les companyies petrolieres.

Deute corporatiu de les empreses petrolieres

	ICR	Deute / Capital (%)	Deute / EBITDA
Petrolieres emergents	2,4	41,4	11,2
Petrolieres avançades	4,8	33,2	5,1

Nota: *La ràtio ICR és el quocient de l'EBIT i les despeses d'interessos del deute. En els tres indicadors, mitjana ponderada pel volum de deute de cada empresa en relació amb el deute total del seu grup de referència (emergents o avançats).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

1. Aquestes tres mesures es concreten en el càlcul de tres ràtios, el *interest coverage ratio* (ICR, per les sigles en anglès), que es calcula com el quocient dels beneficis abans d'interessos i impostos (EBIT) i les despeses en interessos; el quocient entre el deute i el capital, i, finalment, el quocient entre el deute i els beneficis abans d'interessos, impostos, depreciacions i amortitzacions (EBITDA).
2. Mitjana ponderada pel volum de deute de cada empresa en relació amb el deute total del seu grup de referència (emergents o avançats).
3. L'*stress test* es realitza amb dades fins al 2014, és a dir, abans de la caiguda del petroli del 2015, però cal destacar que les ràtios d'endeutament ja empitjoren des de la meitat de la dècada del 2000. Els *shocks* considerats són similars als viscuts durant la Gran Recessió del 2008-2009 en matèria de costos financers i de beneficis i durant la dècada de 1990 pel que fa a la depreciació de les divises.

PRINCIPALS INDICADORS

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

ESTATS UNITS

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16
Activitat							
PIB real	2,4	2,6	1,9	1,6	1,3	1,6	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,3	3,5	4,0	4,4	3,6	4,4
Confiança del consumidor *(valor)*	86,9	98,0	96,0	96,0	94,8	100,7	100,8
Producció industrial	2,9	0,3	–1,6	–1,6	–1,1	–1,0	–0,8
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	55,6	51,3	48,6	49,8	51,8	51,2	51,9
Habitatges iniciats *(milers)*	1.001	1.108	1.135	1.151	1.159	1.145	1.323
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	171	179	183	187	188	188	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	6,2	5,3	5,0	4,9	4,9	4,9	4,9
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,0	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	...
Preus							
Preus de consum	1,6	0,1	0,5	1,1	1,0	1,1	1,6
Preus de consum subjacent	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1

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

JAPÓ

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16
Activitat							
PIB real	–0,1	0,6	0,9	0,2	0,7	0,8	–
Confiança del consumidor *(valor)*	39,3	41,3	42,2	41,4	41,2	42,1	42,3
Producció industrial	2,1	–1,2	–1,1	–3,2	–1,7	0,5	0,3
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,5	12,8	12,0	6,0	6,0	6,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,6	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,0
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,6	–0,6	–0,6	–0,2	0,1	0,5	0,9
Preus							
Preus de consum	2,8	0,8	0,2	0,0	–0,3	–0,5	0,1
Preus de consum subjacent	1,8	1,0	0,7	0,6	0,6	0,2	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	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16
Activitat							
PIB real	7,3	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	–
Vendes al detall	12,0	10,7	11,1	10,3	10,2	10,5	10,0
Producció industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	6,1	6,1	6,1
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,7	49,9	49,7	49,5	50,1	50,2	51,2
Sector exterior							
Balança comercial [1] *(valor)*	383	608	608	601	602	585	573
Exportacions	6,0	–2,3	–5,2	–11,5	–5,0	–6,2	–7,3
Importacions	0,4	–14,2	–11,8	–13,7	–6,8	–4,6	–1,4
Preus							
Preus de consum	2,0	1,4	1,5	2,1	2,1	1,7	2,1
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,2	6,3	6,4	6,5	6,5	6,7	6,7

Notes: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. Milers de milions de dòlars. 2. Final del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.*

CONJUNTURA · La zona de l'euro millora el to al final de l'any

Malgrat el *brexit*, la recuperació de la zona de l'euro continua avançant a ritme moderat, amb el suport de la política monetària expansiva del BCE, de la caiguda del preu del petroli i de la depreciació de l'euro. L'impacte del *brexit* sobre el creixement és més contingut del que s'havia previst inicialment. Una mostra d'això és la millora generalitzada dels indicadors econòmics en els últims mesos. Així mateix, la Comissió Europea, en l'informe de tardor, no ha canviat de forma substancial les previsions per al 2016 i el 2017. La Comissió preveu un creixement per a la zona de l'euro el 2016 de l'1,7% i espera un ritme de creixement similar, tot i que una mica inferior, per al 2017 (de l'1,5%, gairebé en línia amb l'1,4% de CaixaBank Research), a causa de la pèrdua d'impuls d'alguns vents de cua (com la recuperació del preu del petroli) i del repunt de la incertesa política per les eleccions a França, als Països Baixos i a Alemanya. L'entitat també recorda que l'escenari de previsions continua molt condicionat per la resolució favorable dels riscos externs, com un menor creixement global, una major feblesa del comerç mundial i una intensificació de les tensions geopolítiques.

El ritme de creixement continua sent molt diferent entre països i destaca l'avanç de la perifèria. Eurostat va confirmar que el ritme de creixement del PIB de la zona de l'euro en el 3T va ser del 0,3% intertrimestral, el mateix que en el trimestre anterior. Per països, destaca en positiu el fort avanç de Portugal, amb un augment del 0,8% (+0,5 p. p. en relació amb el 2T), d'Espanya i de Grècia. A Alemanya, malgrat que l'increment va ser una mica inferior a l'esperat (el 0,2% intertrimestral), l'avanç de la demanda interna, amb una contribució al creixement de 0,4 p. p., suggereix que la tendència de fons continua sent positiva. Per als propers trimestres, esperem que el conjunt de la zona de l'euro mantingui un ritme de creixement similar, entre el 0,3% i el 0,4% intertrimestral, tot i que tot fa pensar que les importants diferències entre països també es mantindran.

El creixement als països de l'Europa emergent s'alenteix temporalment. Les dades del PIB del 3T mostren que els països de la regió mantenen un ritme de creixement elevat, tot i que inferior al del 2T. Per països, continua destacant el creixement de Romania i d'Eslovàquia, per damunt del 4% i del 3% interanual, respectivament. D'altra banda, Polònia, Hongria i la República Txeca, amb un avanç inferior a l'esperat, van decebre. No obstant això, d'acord amb l'escenari de continuïtat de la recuperació a la zona de l'euro, les perspectives de creixement per als propers trimestres als països de l'Europa emergent són positives. S'espera que el creixement, tant el 2016 com el 2017, se situï al voltant del 3,0% a la majoria d'aquests països.

Els indicadors d'activitat apunten a una certa acceleració del ritme de creixement en el 4T. Així ho reflecteix l'índex compost PMI, que es manté còmodament en zona expansiva (per

Zona de l'euro: previsions del PIB de la Comissió Europea

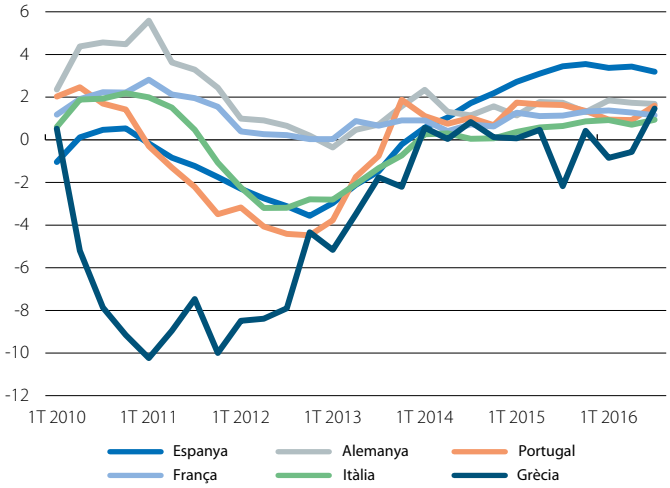
Variació anual (%)

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

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, tardor del 2016).*

PIB

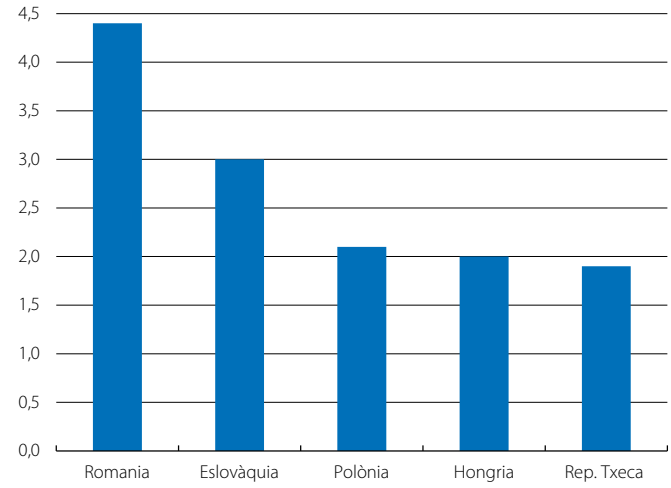
Variació interanual (%)



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

Europa emergent: PIB del 3T 2016

Variació interanual (%)



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

damunt dels 50 punts) i, al novembre, es va accelerar fins als 54,1 punts, el nivell més alt dels 11 últims mesos. Per la seva banda, l'índex de sentiment econòmic (ESI) del 4T es manté en nivells màxims anuals (106,5 punts). Per països, destaca, en especial, Alemanya, amb un índex PMI en els 55 punts de mitjana a l'octubre i al novembre i un indicador de sentiment empresarial IFO que, al novembre, va assolir el nivell més alt dels tres últims anys.

La demanda interna continua sent el motor de la recuperació econòmica. Les vendes al detall van augmentar l'1,3% interanual al setembre i van tancar el 3T 2016 amb un creixement mitjà de l'1,5%. Aquest avanç, tot i que una mica inferior al del 2T (l'1,9%), continua situant el consum privat com un dels principals suports de la recuperació econòmica de la zona de l'euro. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro va augmentar de forma considerable al novembre, fins a situar-se en els –6,1 punts (–8,0 a l'octubre), el nivell més alt del 2016. En els propers mesos, s'espera que el bon to del consum de les llars continuï, amb el suport de la millora del mercat laboral i dels baixos tipus d'interès, i que contribueixi a l'avanç de la inflació.

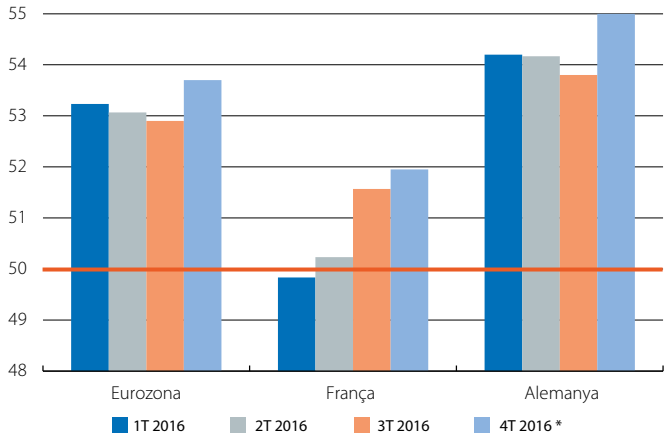
La inflació s'allunya dels números vermells. La inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), es va situar en el 0,6% al novembre, 0,1 p. p. per damunt de la dada de l'octubre (el 0,5%). D'altra banda, la inflació subjacent es va accelerar lleugerament fins al 0,8%, 0,1 p. p. per damunt del registre anterior. En els propers mesos, esperem que la inflació general es continuï recuperant a mesura que la tendència alcista del preu del petroli es vagi consolidant i que la inflació subjacent augmenti de forma gradual amb l'avanç de l'activitat. En aquest sentit, la recuperació de les expectatives d'inflació de la zona de l'euro és un signe particularment encoratjador.

El saldo per compte corrent de la zona de l'euro es manté en terreny positiu. El superàvit de la balança per compte corrent de la zona de l'euro (acumulat de 12 mesos) va arribar als 337.500 milions d'euros al setembre, un registre equivalent al 3,2% del PIB i superior als 322.500 milions d'euros del setembre del 2015. L'augment va ser degut, en bona part, a un major superàvit en el saldo de béns (368.100 milions d'euros, equivalent al 3,5% del PIB), impulsat pel baix preu del petroli i per la depreciació de l'euro. De cara als propers trimestres, esperem que el superàvit extern disminueixi de forma gradual a mesura que el preu del petroli es recuperi i que les importacions augmentin amb la recuperació de la inversió a la zona de l'euro.

La Comissió Europea demana als països que tenen marge fiscal que l'utilitzin correctament per donar més suport a la política monetària del BCE. La Comissió recomana que s'implementi una política fiscal moderadament expansiva al conjunt de la zona de l'euro amb la finalitat d'impulsar la recuperació. A més a més, la Comissió ha subratllat la importància que els països que disposen de marge fiscal l'utilitzin per impulsar el creixement i que els països que no disposen d'espai fiscal

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

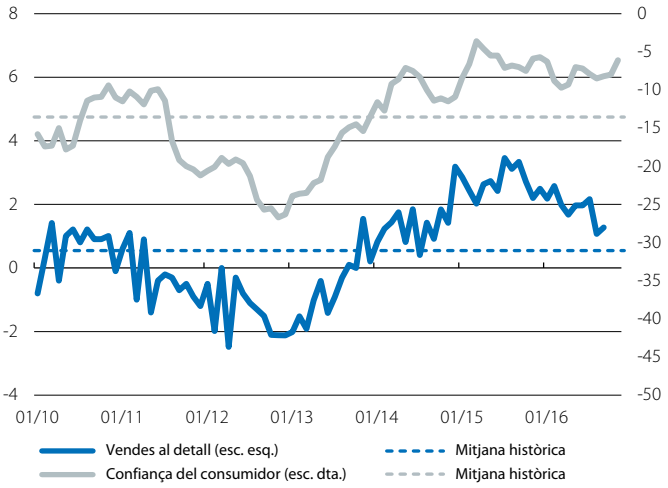
Nivell



Nota: ** 4T 2016 inclou dades de l'octubre i del novembre.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.*

Zona de l'euro: indicadors de consum

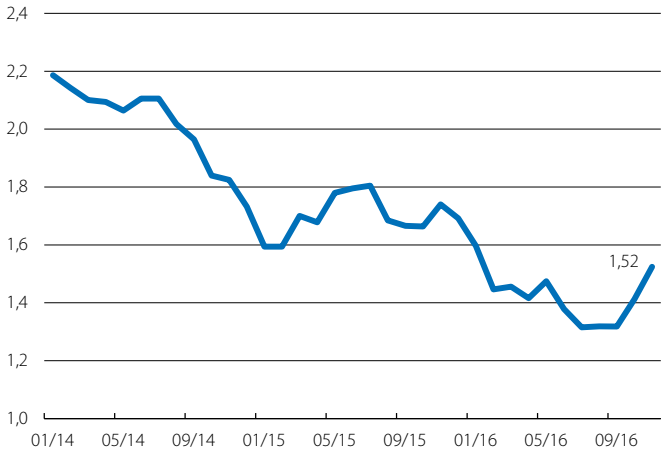
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Zona de l'euro: expectatives d'inflació *

(%)



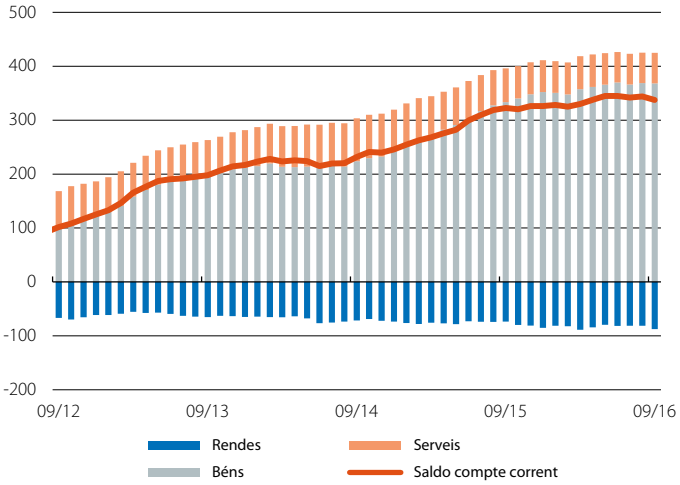
Nota: ** Expectativa del mercat sobre el nivell mitjà d'inflació que hi haurà durant 5 anys d'aquí a 5 anys (5y 5y inflation swap).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

millorin l'estructura de les finances públiques per donar suport a la inversió pública i privada i dirigeixin els recursos a usos que augmentin el creixement potencial de l'economia. De tota manera, el missatge llançat per la Comissió Europea ha estat rebut amb un cert escepticisme. En aquest sentit, tot fa pensar que la política fiscal al conjunt de la zona de l'euro el 2017 tornarà a ser neutral en termes generals, després del to lleugerament expansiu que va tenir el 2016. De fet, la pròpia Comissió preveu que la reducció del dèficit públic al conjunt de la zona de l'euro continuï i passi de l'1,8% del PIB el 2016 a l'1,5% el 2017 i que el deute públic disminueixi del 91,6% del PIB el 2016 al 90,6% el 2017. Cal esmentar que la Comissió, en analitzar els pressupostos dels països membres, ha demanat a Espanya esforços addicionals per complir l'objectiu de dèficit el 2017 i ha alertat Itàlia i Portugal de la importància de mantenir un pla pressupostari a mitjà termini creïble, atès l'elevat deute públic que tenen. D'altra banda, la Comissió ha demanat a Alemanya que augmenti la despesa en infraestructures, en educació i en R+D, ja que compta amb prou espai fiscal per fer-ho.

França: lenta recuperació abans de les presidencials. El creixement de l'economia gal·la continua sent modest, amb una composició fràgil i vulnerable a *shocks* externs. En concret, la demanda interna manté un to positiu, però discret, amb un consum privat i públic que continuen mostrant signes de feblesa i una inversió que, després d'un llarg període de letargia, comença ara a oferir senyals de recuperació. Per al 4T, atesa la millora dels indicadors, és probable que es produeixi un lleuger repunt en el ritme d'avanç de l'activitat, que permetrà tancar l'any amb un creixement de l'1,2%. Per al 2017, i d'acord amb les previsions per a la zona de l'euro, tot fa pensar que el ritme de creixement continuarà sent molt similar a l'actual. La situació econòmica de França, per tant, fa més necessari que mai que, en les eleccions previstes per a l'any vinent, sigui escollit un president amb una agenda de reformes ambiciosa que millori la capacitat de creixement del país a llarg termini. No obstant això, l'augment de la fragmentació del vot fa que el resultat sigui, a dia d'avui, molt incert, i no sembla que els candidats amb probabilitats importants de guanyar presentin una agenda econòmica amb aquestes prioritats. En aquest sentit, destaca l'alça del Front Nacional, que defensa una política econòmica proteccionista, tant en matèria d'aranzels com d'immigració, i que vol fer un referèndum perquè França surti de l'euro. En els propers mesos, per tant, caldrà seguir amb molta atenció l'evolució de les enquestes, malgrat que, en eleccions recents, han mostrat una fiabilitat limitada, i veure com es va concretant l'agenda econòmica dels principals candidats.

Zona de l'euro: compte corrent

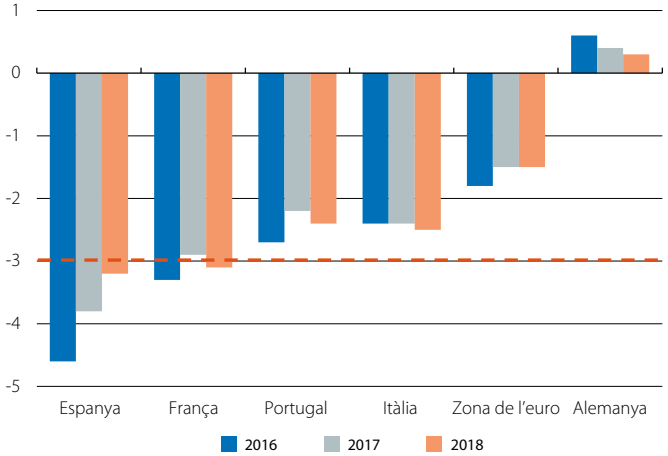
Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)



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

Zona de l'euro: previsions de superàvit (+) o dèficit (–) públic de la Comissió Europea

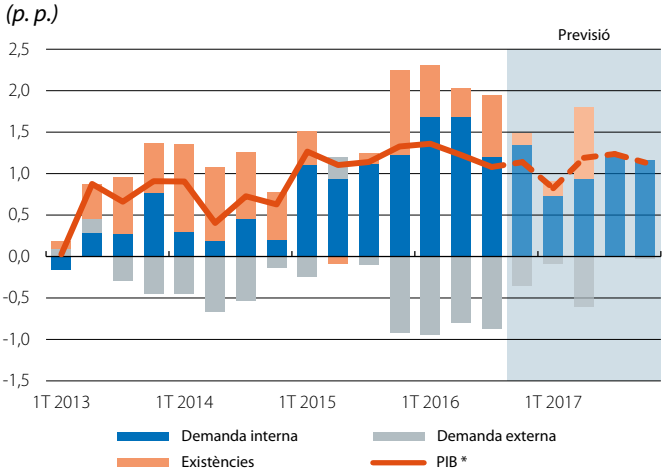
(% del PIB)



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

França: contribucions al creixement interanual del PIB

(p. p.)



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

FOCUS · Escenaris de la inflació subjacent: activitat, perifèria i petroli

Des del començament del 2015, arran de la millora de l'activitat econòmica, la inflació subjacent va començar a repuntar al conjunt de la zona de l'euro. No obstant això, aquesta tendència encoratjadora no s'ha confirmat en els últims trimestres. Aquest article analitza l'evolució de la inflació subjacent als principals països de la zona de l'euro i mostra com depèn de la posició cíclica de l'economia, en especial a la perifèria, i dels efectes indirectes del petroli.

Com s'observa al primer gràfic, mentre que Alemanya presenta uns nivells d'inflació subjacent superiors a la mitjana (per damunt de l'1% durant l'últim any), Espanya, Itàlia i França mostren taxes molt inferiors. Aquesta disparitat s'explica, en gran part, per la diferent posició cíclica de les economies de la zona de l'euro. Mentre que Alemanya s'apropa a la plena ocupació, la qual cosa exerceix una major pressió sobre els salaris i, en última instància, sobre el preu dels béns que conformen l'índex de preus al consum subjacent, els altres tres països encara tenen una taxa d'atur relativament elevada (el 10,3% a França, l'11,6% a Itàlia i el 18,9% a Espanya). És previsible que l'avanç de l'activitat en els propers trimestres es tradueixi en una reducció de les taxes d'atur i que, a mesura que la perifèria europea se situï en una posició cíclica més propera a la d'Alemanya, la inflació subjacent es recuperi. A això caldrà afegir la desaparició dels efectes indirectes del preu del petroli, que han llastat la inflació subjacent en els últims mesos.

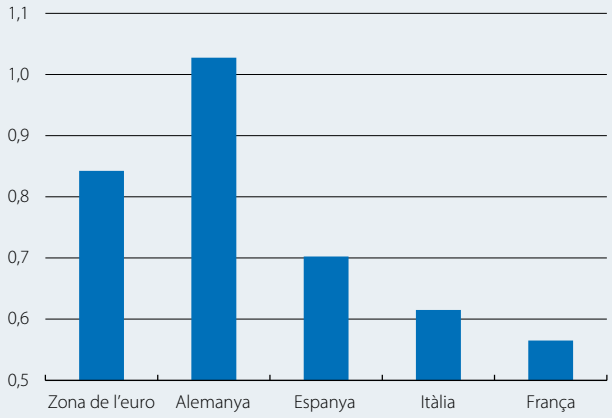
A partir de les previsions de CaixaBank Research per al creixement del PIB, per a l'evolució de la taxa d'atur de cada país i per al preu del petroli, podem analitzar com contribuirà cada element a la recuperació de la inflació subjacent del conjunt de la zona de l'euro.[1] En particular, desglossem la recuperació de la inflació subjacent en dos escenaris. En el primer («Escenari d'activitat»), mostrem com influirà la recuperació de l'activitat econòmica en la inflació subjacent. Més concretament, esperem una reducció gradual de les taxes d'atur de França i d'Itàlia entre el 2016 i el 2018 (–0,8 p. p. per a França i –1,4 p. p. per a Itàlia). Per al cas d'Espanya, malgrat que s'espera una reducció més important de la taxa d'atur (–3 p. p.), es manté encara en un nivell relativament elevat (el 16,2% en el 4T 2018). En el segon («Escenari d'activitat + efectes indirectes del component energètic»), incorporem els efectes indirectes i de segona ronda del preu del petroli previst.[2]

Com ho mostra el segon gràfic, en l'«Escenari d'activitat», la recuperació de l'activitat econòmica als diferents països es tradueix en una inflació subjacent que assoleix nivells propers a l'1,3% al final del 2018 per al conjunt de la zona de l'euro. A més a més, quan, en l'«Escenari d'activitat + efectes indirectes del component energètic», s'inclouen els efectes indirectes de la recuperació del component energètic, l'avanç de la inflació subjacent s'accelera fins a assolir un nivell proper a l'1,5% al final del 2018.[3]

Malgrat que la inflació subjacent no és l'objectiu oficial del BCE, a la pràctica, és un indicador de la tendència de fons de la inflació general i, en conseqüència, és una variable rellevant per a la presa de decisions de la seva política monetària. Com hem vist en aquest Focus, tot fa pensar que la inflació es recuperarà en els propers trimestres, però encara es mantindrà lluny de l'objectiu del BCE.

Inflació subjacent per països

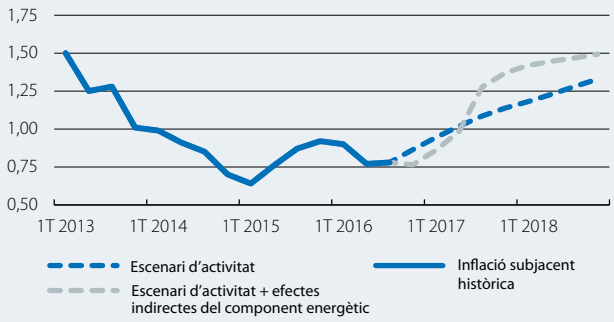
Mitjana del 4T 2015 al 3T 2016 (%)



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

Inflació subjacent de la zona de l'euro en diferents escenaris

(%)



Nota: *L'«Escenari d'activitat» s'elabora a partir de les previsions de creixement del PIB de CaixaBank Research. L'«Escenari d'activitat + efectes indirectes del component energètic» incorpora l'impacte indirecte de les variacions del preu del cru sobre la inflació subjacent.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del BCE.*

1. S'estima la següent regressió: $\pi_t = ß_0 + ß_1 \pi_{t-1} + ß_2 U_t + ß_3 (\pi_{t-1}^{ene.} - \pi_{t-1}) + ß_4 D (\pi_{t-1}^{ene.} - \pi_{t-1}) + \varepsilon_t$, on π és la inflació subjacent; U és la taxa d'atur; $\pi^{ene.}$ és la inflació del component energètic, i D és una variable binària que pren valor 1 a partir del 3T 2007.
2. Vegeu ECB «The relationship between HICP inflation and HICP inflation excluding energy and food», Economic Bulletin, Issue 2/2016.
3. L'efecte de les variacions del preu del petroli sobre el preu de la resta de béns es transmet de forma gradual. Així, inicialment, la subjacent registra una lleugera tendència a la baixa a causa de l'impacte negatiu que encara té la caiguda del preu del petroli sobre el preu dels béns que conformen l'índex subjacent.

FOCUS · La depreciació de la lliura: el termòmetre de l'impacte del *brexit*

Després de la victòria dels partidaris del *brexit* en el referèndum celebrat al juny, el conjunt dels analistes va preveure que l'augment de la incertesa es traduiria ràpidament en una disminució de la inversió i del consum al Regne Unit. La caiguda inicial de la majoria dels indicadors d'activitat així ho apuntava. Per exemple, l'índex PMI compost va passar de zona expansiva al juny a zona contractiva al juliol i l'índex de sentiment econòmic i la confiança del consumidor es van reduir de manera substancial.

No obstant això, en els mesos següents, els indicadors es van recuperar de la sotragada i l'economia es va continuar expandint a bon ritme. Per exemple, el creixement del PIB es va mantenir en un robust 0,5% intertrimestral en el 3T, impulsat per la bona evolució del consum privat. Per tant, sembla que, ara com ara, l'impacte del *brexit* és molt inferior al previst inicialment.

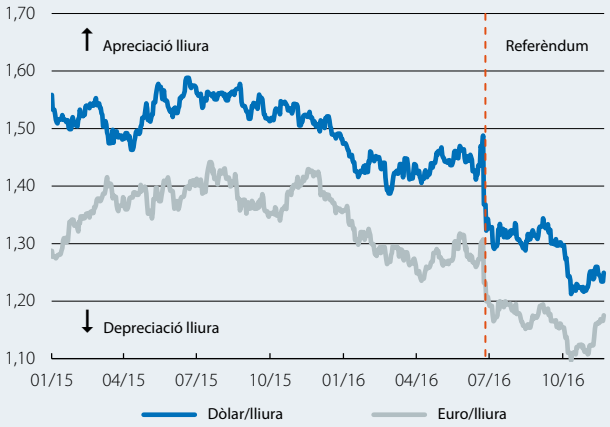
De tota manera, malgrat que l'activitat no s'hagi ressentit gaire després del resultat del referèndum, això no significa que el *brexit* no acabi tenint un impacte important a mitjà termini. Un dels elements que així ho suggereix és la forta depreciació de la lliura, que, en gran part, reflecteix la pèrdua d'atractiu del Regne Unit per als inversors internacionals. En concret, el dia després del referèndum, la lliura va perdre més del 8% del seu valor enfront del dòlar i el 6% enfront de l'euro i, de llavors ençà, acumula una depreciació del 16% enfront del dòlar i de l'11% enfront de l'euro.

La depreciació de la lliura comporta, de manera directa, una reducció del poder de compra dels britànics. Els turistes del Regne Unit ja ho han experimentat aquest estiu i, en els propers mesos, ho acabaran notant domèsticament quan percebin que el preu dels productes importats augmenta més que els seus salaris.[1] Segons un estudi de Kristin Forbes, del Banc d'Anglaterra, l'impacte de la depreciació de la lliura sobre els preus finals dels béns triga entre 9 i 12 mesos a materialitzar-se.[2] No sorprèn, per tant, que el Banc d'Anglaterra i el conjunt d'analistes hagin revisat de manera substancial a l'alça les previsions d'inflació per als propers anys (vegeu el segon gràfic). Atès aquest escenari, els britànics poden trobar un cert confort en l'efecte que la depreciació de la lliura pot tenir sobre les exportacions. Les conclusions a les quals arriben els estudis que analitzen la relació entre l'evolució de les exportacions del Regne Unit i la lliura durant un període llarg de temps són relativament encoratjadores. En concret, mostren que, amb una depreciació del tipus de canvi efectiu com la que s'ha produït, del 12%, el creixement de les exportacions podria augmentar el 2,4% a curt termini i el 3,6% a mitjà termini.[3] No obstant això, l'experiència recent suggereix que l'impacte podria ser inferior. Entre el 2007 i el 2009, la lliura es va depreciar el 25%, i, en els anys següents, les exportacions no van créixer més que les dels seus socis europeus.

En definitiva, la depreciació de la lliura és un bon termòmetre de l'impacte que el *brexit* pot tenir sobre les llars del Regne Unit. Malgrat que l'efecte és més gradual del que s'havia previst inicialment, tot fa pensar que s'acabarà notant.

Tipus de canvi de la lliura esterlina

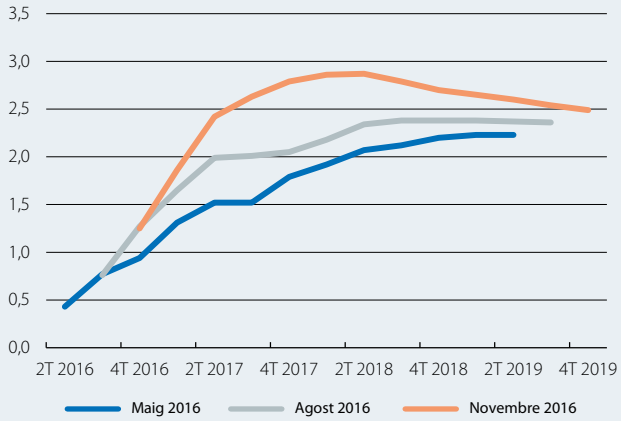
(Dòlars per lliura, euros per lliura)



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

Previsions d'inflació del Banc d'Anglaterra

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de diversos* Inflation Report *del Banc d'Anglaterra.*

1. Vegeu National Institute Economic Review, No. 238, November 2016.
2. Kristin Forbes (2014), «The economic impact of sterling's recent moves: more than a midsummer night's dream», Bank of England Speech.
3. Per a més detalls, vegeu National Institute Economic Review, No. 238, November 2016.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

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

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

Sector exterior

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Saldo corrent: zona de l'euro	2,5	3,3	3,3	3,3	3,5	3,4	3,4	...
Alemanya	7,3	8,3	8,3	8,5	8,9	8,7	8,7	...
França	–1,1	–0,2	–0,2	–0,8	–0,9	–1,4	–1,4	...
Itàlia	1,9	1,6	1,6	1,9	2,3	2,6	2,6	...
Espanya	1,1	1,4	1,4	1,4	1,8	1,9	1,9	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	101,8	92,3	92,4	94,1	94,8	95,1	95,3	95,4

Nota: *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, la Comissió Europea i organismes nacionals d'estadística.*

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres [1]	–2,6	–0,4	0,4	1,2	1,6	2,0	2,0	2,1
Crèdit a les llars [1, 2]	–0,1	0,7	1,3	1,5	1,7	1,8	1,8	1,8
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)*	2,0	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge [4] *(%)*	2,6	2,1	2,0	2,0	1,8	1,8	1,8	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	6,0	11,1	11,6	11,2	10,1	9,5	9,3	8,7
Altres dipòsits a curt termini	–2,0	–3,8	–3,8	–2,4	–1,8	–1,2	–1,0	–1,5
Instruments negociables	–7,2	2,8	0,7	–1,6	1,7	4,4	5,5	1,7
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	1,3	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	...

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

CONJUNTURA · L'activitat econòmica acaba el 2016 amb un bon to

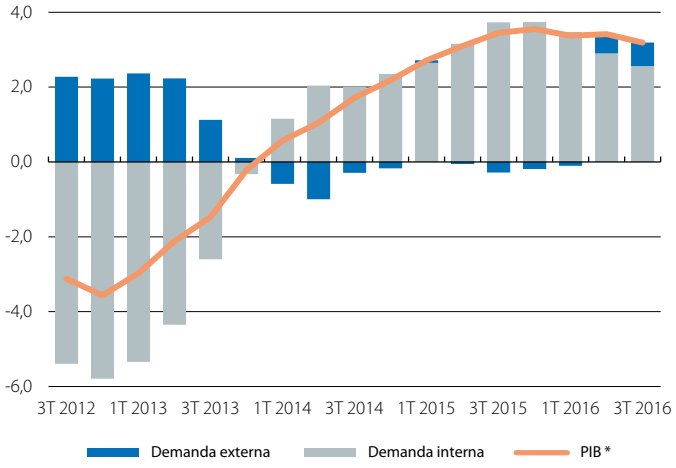
L'avanç del PIB es manté vigorós i les previsions de creixement milloren per al 2016 i el 2017. En el 3T 2016, l'economia espanyola va avançar el 0,7% intertrimestral (el 3,2% interanual), d'acord amb la previsió de CaixaBank Research. No obstant això, la revisió de la sèrie històrica, que constata que, en la primera meitat del 2016, l'economia espanyola va créixer una mica per damunt del que s'havia anunciat prèviament, i l'acceleració de l'activitat que mostren els primers indicadors del 4T, en especial al mercat laboral, ens empenyen a revisar a l'alça la previsió de creixement del PIB per al conjunt del 2016, del 3,1% al 3,3%. Per al 2017, la revisió a l'alça també és notable, del 2,4% al 2,6%. Per tant, tot fa pensar que el creixement continuarà sent vigorós i considerablement superior al de la majoria de països desenvolupats. Segons les previsions de CaixaBank Research, aquest bon ritme de creixement farà que, el 2017, l'economia espanyola superi el nivell de PIB que tenia el 2008, abans de l'inici de la recessió. A més a més, cal apuntar que, malgrat que el ritme d'avanç serà lleugerament inferior al del 2016, a causa d'una menor força dels vents de cua (el preu del petroli o la política monetària del BCE), l'evolució dels factors de fons continuarà sent favorable. També s'espera que la política fiscal tingui un caràcter menys expansiu del que ha tingut en els últims anys, la qual cosa reforçarà la confiança de la comunitat internacional en la sostenibilitat de les finances públiques a llarg termini.

Tal com s'esperava, la demanda interna va recular, i l'externa va augmentar la contribució positiva. L'economia espanyola s'inscriu en un model de creixement que compatibilitza les pujades de la demanda interna amb les aportacions positives del sector exterior. En aquest sentit, cal subratllar que les exportacions són el component del PIB que més ha crescut des del 2007 (el 25,5%), mentre que les importacions encara es troben el 10% per sota del nivell precrisi. D'aquesta manera, l'expansió econòmica actual contrasta amb el període 2000-2008, quan l'aportació de la demanda externa va ser, de mitjana, negativa. Si ens centrem en la dada del 3T, el desglossament del PIB pel costat de la demanda mostra una suau desacceleració de la demanda interna (la contribució al creixement interanual del PIB en el 3T va ser de 2,9 p. p., 3 dècimes menys que en el trimestre precedent) i una major aportació positiva de la demanda externa, que va passar de 0,5 p. p. a 0,6 p. p.

Els principals components de la demanda interna mantenen una bona tendència de fons. El consum privat es va mantenir vigorós en el 3T, amb un avanç intertrimestral del 0,6% (el 2,8% interanual), que, malgrat tot, representa una lleugera desacceleració en comparació amb el creixement intens de la primera meitat de l'any. La bona marxa del mercat laboral i les favorables condicions d'accés al crèdit, propiciades per la política monetària acomodatícia del BCE i per la major capacitat de la banca per atorgar préstecs a les llars, facilitaran que el consum

PIB

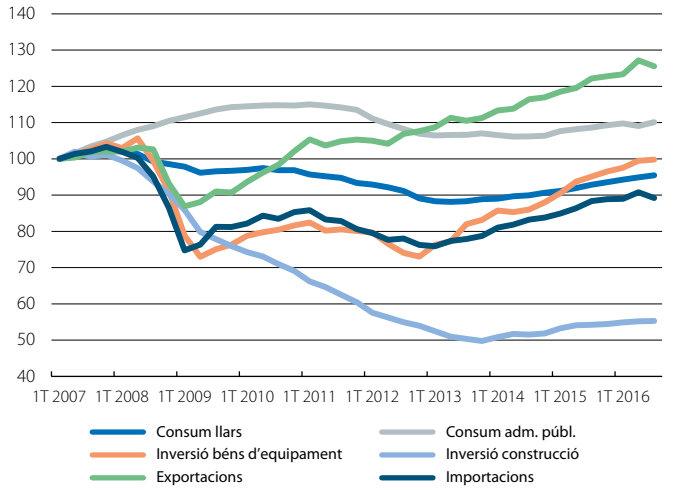
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Components del PIB

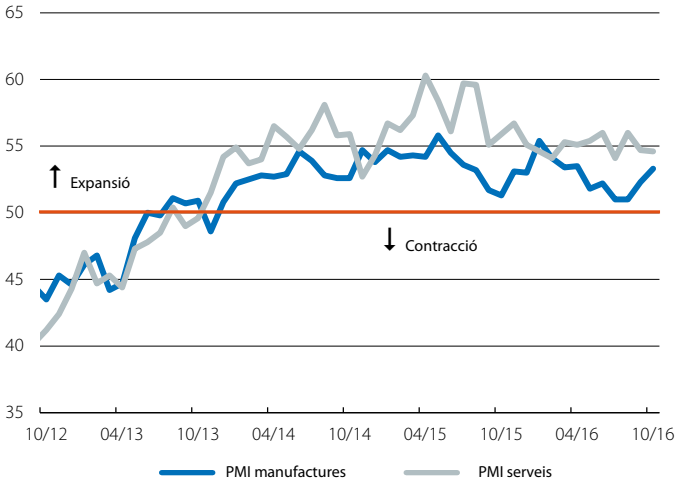
Índex (100 = gener 2007)



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

Indicadors d'activitat

Nivell



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

privat mantingui un bon to al llarg del 2017. Pel que fa a la inversió, la despesa en béns d'equipament va avançar el 0,3% intertrimestral (el 4,9% en termes interanuals). Una mirada als indicadors de confiança empresarial i als índexs de sentiment econòmic PMI suggereix que la inversió en equipament, situada en nivells del 2007, té recorregut a l'alça i que aquesta desacceleració del 3T cal interpretar-la com un cert respir després d'un any i mig de fortalesa ininterrompuda. Per la seva banda, la inversió en construcció va créixer el 2,0% interanual i manté una evolució alcista cauta, lluny dels excessos del passat.

La demanda interna es basa en la recuperació del mercat laboral, que s'accelera en el 3T amb un augment de l'ocupació en termes de llocs de treball equivalents a temps complet del 0,8% intertrimestral, la qual cosa situa la taxa interanual en el 2,9%, 1 dècima per damunt del registre del 2T. La dada s'afegeix al bon resultat de l'EPA del 3T (226.500 nous ocupats, un increment del 2,7% interanual). Cal destacar que el sector privat va continuar liderant la creació d'ocupació (el 3,7% interanual), mentre que el sector públic va mostrar una certa desacceleració (el 0,6% interanual). Així mateix, la contractació indefinida va pujar l'1,9% interanual.

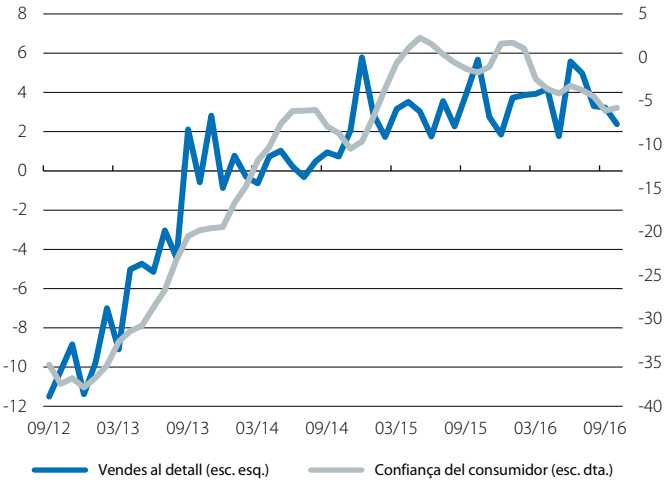
Les bones dades de creació d'ocupació es mantenen en el 4T. La xifra d'afiliats a la Seguretat Social de l'octubre va sorprendre positivament amb 107.457 nous afiliats, en termes desestacionalitzats, i el ritme de creació d'ocupació es va accelerar fins al 3,4% interanual (el 3,0% al setembre). Per la seva banda, el ritme de descens de l'atur registrat també va augmentar fins al –9,9% (el –9,1% al juny) i el nombre d'aturats es va situar en la cota més baixa des del setembre del 2009. Malgrat que s'espera una certa moderació del ritme de creació d'ocupació al final d'enguany, les últimes dades fan que la previsió de CaixaBank Research de la taxa de creació d'ocupació en el conjunt del 2017 pugi de 2,1% a 2,3% i, en conseqüència, la previsió de la taxa d'atur per al 2017 baixi del 18,2% al 18,0%.

La recuperació de la inflació segueix les previsions. L'IPC va registrar una variació interanual del 0,7% al novembre. El desglossament per grups, disponible fins a l'octubre, mostra que la recuperació de la inflació s'explica per la pujada dels preus de l'electricitat, en relació amb el descens del 2015, i per l'increment dels preus dels carburants (gasoil i benzina). La taxa de variació interanual d'aquests últims (en euros) s'ha recuperat des de l'agost del 2015 i continuarà empenyent a l'alça l'IPC fins a la meitat del 2017. Per la seva banda, l'índex subjacent (l'índex general sense aliments no elaborats ni productes energètics) va avançar el 0,8% interanual a l'octubre i segueix una suau tendència alcista, amb el suport del dinamisme del consum privat, tot i que la repercussió negativa dels grups d'aliments i d'oci i cultura va propiciar que el registre de l'octubre quedés lleugerament per sota del de l'agost i setembre.

El sector exterior evoluciona de forma molt favorable. El saldo per compte corrent es va situar, a l'agost, en l'1,9% del PIB (acumulat de 12 mesos), netament per damunt de l'1,4% del conjunt del 2015, i molt probablement tancarà l'any amb un registre del 2,2% del PIB, el millor de la sèrie històrica. La millora del

Vendes al detall i confiança del consumidor

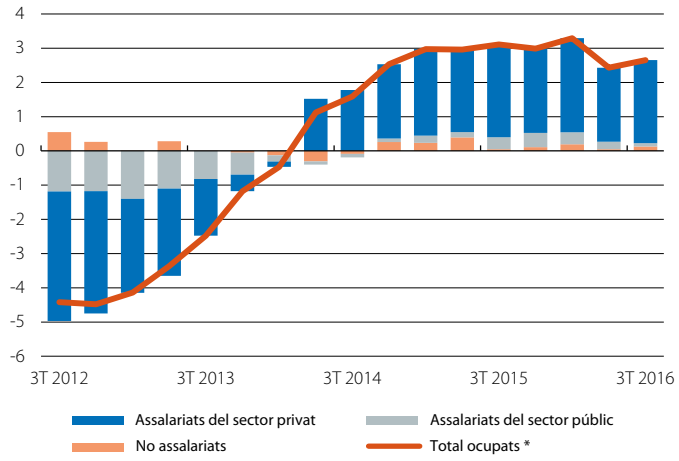
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Ocupació per ocupador

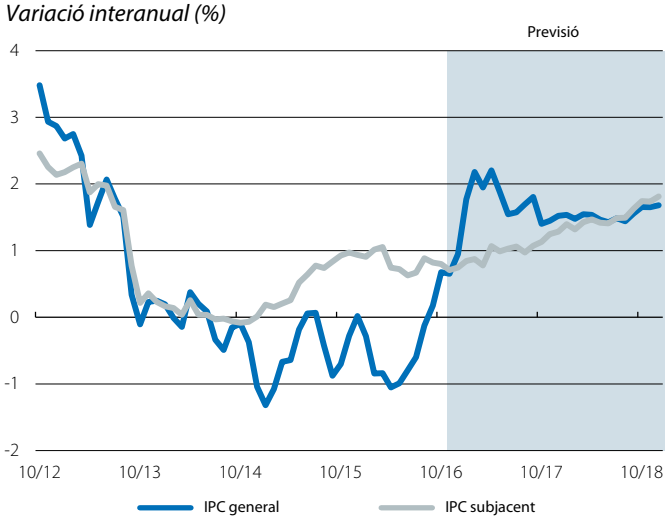
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

IPC

Variació interanual (%)



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

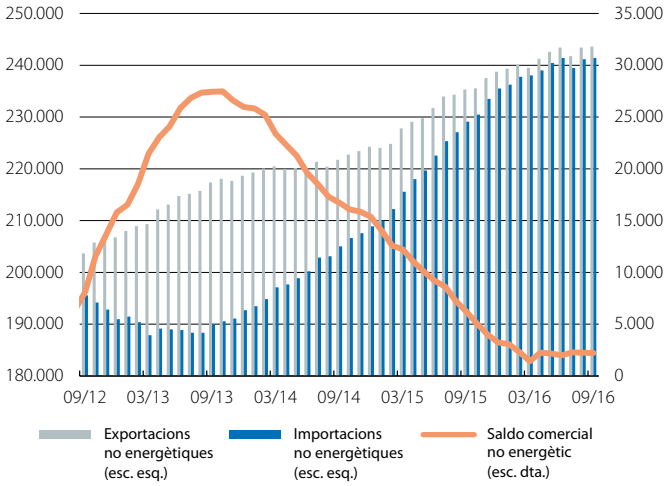
saldo per compte corrent reflecteix la reducció del dèficit comercial i del de rendes (ajudat pels baixos tipus d'interès). Les exportacions de béns en els 12 últims mesos fins al setembre van avançar l'1,8% interanual, esperonades per la solidesa de les exportacions no energètiques (el 3,5% interanual), mentre que les importacions de béns van caure el 0,3% interanual, ja que encara es veuen afectades per la caiguda del preu del petroli. Pel que fa al saldo de serveis, el final de l'estiu no va representar una interrupció del bon any turístic. L'arribada de turistes internacionals durant el període gener-setembre va assolir els 60,3 milions, un increment del 10,1% en relació amb el mateix període del 2015. El 2017, el superàvit corrent es reduirà de forma moderada en termes de PIB, sobretot per l'augment previst del preu del petroli, que encarirà la factura energètica.

El Govern presenta noves mesures pressupostàries per complir l'objectiu de dèficit del 3,1% del PIB el 2017. El gros de les mesures se centra en la reforma de l'impost de societats, que limita els avantatges fiscals i que es preveu que generi un augment dels ingressos de 4.300 milions d'euros (dels 7.500 totals estimats). També destaquen l'increment en els impostos especials i un nou impost sobre begudes ensucrades. Per la seva banda, sembla que l'objectiu de dèficit de les Administracions públiques el 2016, del 4,6% del PIB, és assolible. Fins al setembre, el dèficit de les Administracions públiques (excloses les corporacions locals) es va situar en el 3,1% del PIB, 2 dècimes per sota del registre de l'agost (aquesta dada no inclou les pèrdues per les ajudes financeres). Per administracions, el dèficit de l'Estat va millorar de forma notable la seva evolució i es va situar en l'1,9% del PIB a l'octubre, 1 dècima per sota d'un any abans. Aquesta millora en l'últim mes s'explica per la restitució recent dels pagaments fraccionats de l'impost de societats, la qual cosa hauria de permetre el compliment de l'objectiu de dèficit del 4,6% per al 2016. Així mateix, les comunitats autònomes van registrar un dèficit del 0,2% del PIB i van millorar en 9 dècimes la dada del setembre.

La millora del sector bancari es consolida, i el sector immobiliari es continua recuperant. La taxa de morositat del sector bancari, del 9,2% al setembre (1,5 p. p. per sota de l'any passat i 4,4 p. p. per sota del màxim del desembre del 2013), manté una tendència descendent, basada en la millora de l'activitat econòmica i, en especial, del mercat laboral i en el major dinamisme de les vendes de carteres dubtoses. Malgrat que, a curt termini, aquesta evolució favorable es pot veure alterada per la implementació de l'Annex 9 del Banc d'Espanya (nou tractament comptable per a la provisió de clients dubtosos), s'espera que continuï la tendència de millora. Pel que fa al sector immobiliari, el preu de l'habitatge es va contreure lleugerament en el 3T 2016 en termes intertrimestrals (el –0,4%), de manera que, en termes interanuals, el seu avanç es va alentir a l'1,6% (el 2,0% en el 2T). No obstant això, aquesta evolució s'explica, en part, per l'estacionalitat dels preus en el 3T. Això, afegit al fort augment de les compravendes, que, al setembre, van créixer a un ritme del 13,2% interanual en l'acumulat de 12 mesos, fa pensar que la recuperació del sector continuarà guanyant vigor en els propers trimestres.

Saldo comercial no energètic

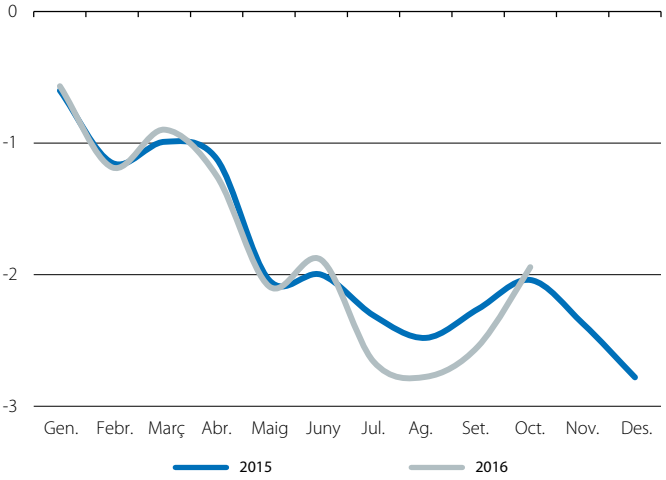
Acumulat de 12 mesos (milions d'euros)



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

Saldo pressupostari de l'Estat

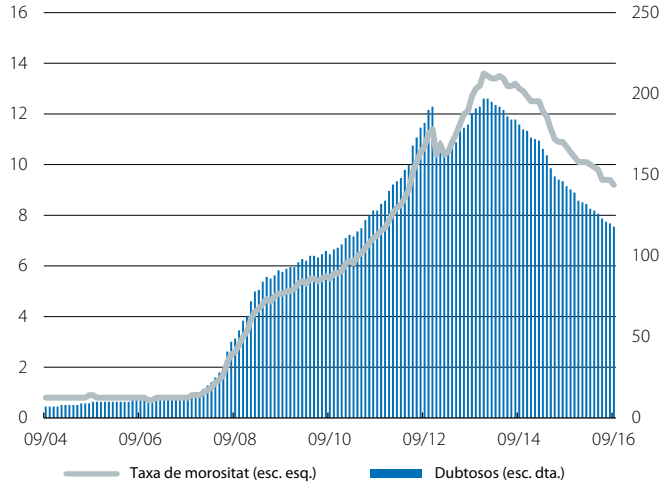
Acumulat en l'any (% del PIB)



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

Taxa de morositat i crèdits dubtosos

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



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

FOCUS · Productivitat i qualitat de l'ocupació

El baix creixement de la productivitat,[1] un problema comú al conjunt de la zona de l'euro, és especialment significatiu als països perifèrics.[2] En el cas d'Espanya, la productivitat va registrar una disminució persistent durant el període 2000-2014, amb una caiguda anual mitjana del 0,7%. En canvi, en països com Alemanya, va créixer el 0,5% anual durant el mateix període. Què explica aquestes diferències?

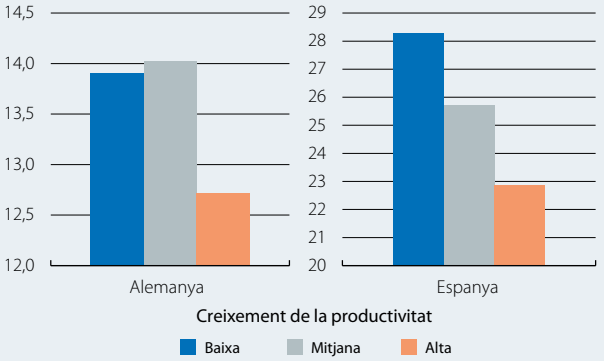
Els factors que determinen l'evolució de la productivitat són múltiples i engloben aspectes tan diversos com la tecnologia, la demografia, el grau de competència als mercats o la qualitat de les institucions del mercat de treball. En aquest Focus, explorem un d'aquests elements: les condicions laborals. Hi ha una àmplia literatura acadèmica que analitza les diferents vies a través de les quals la naturalesa de la relació laboral incideix sobre la productivitat. Per exemple, una relació laboral estable i duradora fomenta la inversió en formació per part de l'empresa i l'acumulació de capital humà i l'esforç per part del treballador.[3] En efecte, si classifiquem els sectors d'activitat en tres grups en funció del creixement de la productivitat entre els anys 2000 i 2009 (última dada disponible a nivell sectorial), observem una relació negativa entre la proporció d'ocupació temporal i el creixement de la productivitat, tant a Alemanya com a Espanya (vegeu el primer gràfic).[4] No obstant això, a Espanya, la temporalitat és més intensa en tots els sectors d'activitat, la qual cosa acaba comportant una evolució més negativa de la productivitat a nivell agregat.

Les disfuncionalitats del mercat laboral espanyol no solament es manifesten en uns nivells de temporalitat elevats, sinó que hi ha altres aspectes de la relació laboral relacionats amb la qualitat de l'ocupació que també poden afectar el creixement de la productivitat.[5] Tal com s'observa al segon gràfic, l'ocupació parcial involuntària és més elevada als sectors amb un creixement més baix de la productivitat. En aquests sectors, el percentatge de treballadors que desitjarien treballar més hores és del 14,6%, xifra que cal comparar amb el 9% als sectors amb un creixement de la productivitat mitjà i alt. A més a més, el percentatge de treballadors que reben formació no reglada per part de l'empresa és molt inferior als sectors amb un creixement baix de la productivitat, la qual cosa mostra que la menor inversió en capital humà específic sol anar associada a un menor desenvolupament professional dels empleats i, en última instància, a un menor creixement de la productivitat. Finalment, també cal remarcar que no sembla que el problema de la sobrequalificació, que afecta el 16% dels treballadors, sigui gaire més intens als sectors de baixa productivitat.

Sembla clar, per tant, que la qualitat de l'ocupació és més alta als sectors en què la productivitat ha crescut més. Tenint en compte que la productivitat de l'economia és l'única font de creixement del PIB real *per capita* a llarg termini, la millora del benestar passa, ineludiblement, per solucionar els problemes que planen sobre el mercat de treball. L'ocupació de qualitat i la productivitat són un binomi inseparable.

Taxa de temporalitat i productivitat per sectors

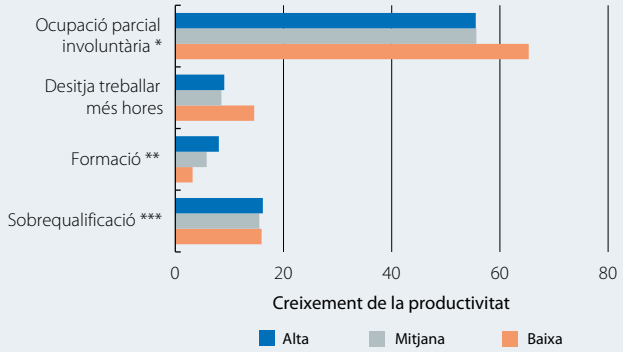
Ocupació temporal (% sobre l'ocupació total)



Nota: *Taxa de temporalitat el 2015. Es classifiquen els 17 sectors d'activitat en tres grups en funció del creixement de la productivitat (PTF) entre el 2000 i el 2009.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'EU KLEMS.*

Productivitat i qualitat de l'ocupació

(% del total d'ocupació)



Notes: *Dades del 3T 2016. Es classifiquen els 17 sectors d'activitat en tres grups en funció del creixement de la productivitat (PTF) entre el 2000 i el 2009. * Percentatge del total de treballadors a temps parcial. ** Percentatge de treballadors que reben formació no reglada per part de l'empresa; dada del 2014. *** Percentatge de treballadors amb educació superior que realitzen tasques que requereixen habilitats mitjanes o baixes.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA) i de l'EU KLEMS.*

1. En aquest article, la productivitat fa referència a la productivitat total dels factors (PTF), que es calcula com la diferència entre el creixement de l'economia i l'aportació al creixement dels factors treball i capital.
2. Vegeu el Focus «Per què la zona de l'euro creix menys que els EUA?», a l'IM12/2015.
3. Per a una descripció més detallada d'aquestes vies, vegeu el Focus «Com afecta la modalitat de contracte la productivitat?», a l'IM03/2016.
4. Aquests resultats es mantenen quan s'estima l'impacte de la temporalitat sobre la PTF en una regressió amb dades anuals del 2000 al 2009 i amb controls de sector i de temps.
5. Les dimensions escollides per aproximar la qualitat de l'ocupació s'expliquen al Focus «La qualitat de l'ocupació: Espanya en el context internacional», publicat a l'IM11/2016.

FOCUS · Una mirada als Pressupostos Generals de l'Estat per al 2017

Els comptes públics continuen en números vermells. Al final de l'any, el saldo públic s'aproparà al –4,6% del PIB, de manera que Espanya tornarà a registrar dèficit pressupostari per novè any consecutiu, i, per tant, el nivell de deute de les Administracions públiques es mantindrà a la vora del 100% del PIB.

Amb l'any a punt d'acabar, és el moment de centrar els esforços a preparar els comptes del 2017. En aquest sentit, a l'octubre, el Govern en funcions va presentar els Pressupostos Generals de l'Estat (PGE) per al 2017, que són una pròrroga dels del 2016 i en què la reducció del saldo públic es deixa en mans del creixement econòmic. En concret, segons els PGE, el creixement del PIB previst del 2,3% permetrà reduir el saldo públic en 0,8 p. p. fins al 3,6% del PIB.[1]

La millora dels comptes públics vindrà tant del costat dels ingressos com de les despeses. Pel costat dels ingressos, el Govern estima que la bona evolució de l'ocupació (el 2,2% el 2017) impulsarà les cotitzacions socials, que creixeran el 2,5% el 2017, una mica per sota del creixement esperat per al 2016 però de forma coherent amb el creixement econòmic previst. Pel que fa a la recaptació per impostos, els PGE estimen que els impostos sobre la producció i la importació (principalment l'IVA) creixeran el 3,7%, de manera que mantindran un dinamisme similar a l'observat el 2016 i coherent amb l'escenari macroeconòmic previst pels PGE. Així mateix, els PGE estimen que els impostos sobre la renda i la riquesa es recuperaran el 2017, després de disminuir el 2016 a causa de les reformes tributàries aprovades el 2015. En aquest sentit, l'alça dels pagaments a compte de l'impost de societats aprovat recentment impulsarà la recuperació de la recaptació el 2017 i també pal·liarà la caiguda de la recaptació el 2016.[2]

Pel costat de les despeses, la reducció de gairebé 2 p. p. en la taxa d'atur farà disminuir el pagament per prestacions per desocupació el 7% segons els PGE 2017, una xifra una mica inferior a la registrada fins al setembre del 2016 (el –10%), però que també és coherent amb l'evolució prevista de l'activitat econòmica. Una altra partida que s'espera que disminueixi és la despesa per interessos. En concret, el Govern estima que disminuirà el 0,3%. Aquesta previsió és conservadora, ja que la vida mitjana del deute de l'Estat és de set anys, i els tipus d'interès se situen en nivells substancialment inferiors als observats anys enrere. De fet, fins al setembre del 2016, la despesa de l'Estat en interessos ha disminuït el 5% en relació amb el mateix període del 2015.

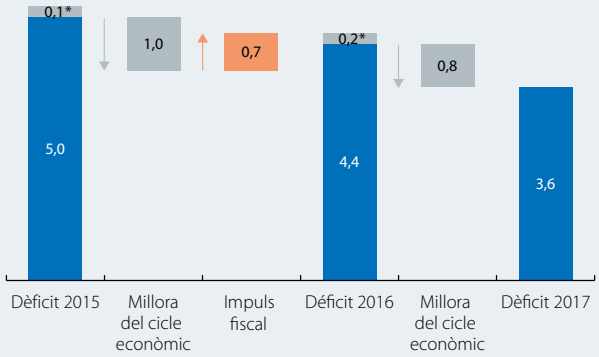
En definitiva, les estimacions recollides als PGE, segons les quals el creixement econòmic permetria reduir el dèficit públic fins al 3,6% del PIB el 2017, semblen possibles. Amb la finalitat d'assolir l'objectiu del 3,1% pactat amb la Comissió Europea, el Govern ha aprovat un nou paquet de mesures pressupostàries de reducció de la despesa i augment d'ingressos. El Govern ha valorat el conjunt de mesures en 7.500 milions d'euros.

Cal recordar que les mesures de reducció del saldo públic són necessàries perquè el deute públic canalitzi una via decreixent. El més prudent és aprofitar el bon *momentum* que viu l'economia espanyola per sanejar els comptes i poder tenir, així, més marge d'actuació en cas de temporal.

1. Al desembre, el Govern ha presentat una actualització del quadre macro que inclou una revisió a l'alça del creixement del PIB el 2017 fins al 2,7%.
2. El 2016, la mesura s'aplica a partir del segon pagament fraccionat. El 2017, la mesura afectarà el total dels tres pagaments fraccionats.

Dèficit públic

(% del PIB)



Nota: ** Pèrdues per ajudes a institucions financeres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Pla Pressupostari 2017.*

Previsions d'ingressos i de despeses per al total de les Administracions públiques

Variació anual (%)

		Previsió PGE 2017	
	2015	2016	2017
Ingressos totals	2,9	2,0	3,3
Impostos sobre la producció i importacions (ex. IVA)	6,0	4,1	3,7
Impostos corrents sobre la renda i riquesa (ex. IRPF)	3,9	–2,6	4,2
Cotitzacions socials	1,7	2,9	2,5
Despeses totals	1,2	1,0	1,0
Remuneració d'empleats	3,3	3,0	0,6
Consums intermedis	2,6	0,2	0,1
Transferències socials	0,0	2,8	1,7
Interessos	–6,1	–6,8	–0,3

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Pla Pressupostari 2017.*

FOCUS · La millora de la competitivitat espanyola: la clau sectorial

La competitivitat de l'economia espanyola és la història d'un camí d'anada i de tornada. Des de la introducció de l'euro, que impossibilita les devaluacions nominals, fins a l'inici de la Gran Recessió, els costos laborals unitaris van augmentar més a l'economia espanyola que als principals socis comercials. Una de les conseqüències de la pèrdua de competitivitat va ser que, entre el 2000 i el 2007, el dèficit per compte corrent va passar del 4,4% al 9,6% del PIB. No obstant això, a partir del 2011, l'economia espanyola va iniciar el camí de tornada i va recuperar una gran part de la competitivitat perduda. Arran d'això, en gran part, la balança per compte corrent acabarà el 2016 amb un superàvit proper al 2% del PIB.

En el camí d'anada, la pèrdua de competitivitat es reflecteix en l'augment dels costos laborals unitaris, els quals, entre el 2000 i el 2008, van augmentar el 29% en relació amb una cistella de 49 països de l'OCDE. Pel que fa als principals socis comercials de la zona de l'euro, els costos laborals unitaris van pujar el 34,8% en relació amb Alemanya i el 14,0% i el 2,5% en relació amb França i amb Itàlia, respectivament (vegeu el primer gràfic).

Al voltant del 70% de la pèrdua de competitivitat que es va produir durant aquests anys és deguda a un major increment dels costos laborals a Espanya que als socis comercials, i la resta, a una evolució més pobra de la productivitat del treball. Si ens centrem en l'evolució dels costos laborals, entre els anys 2000 i 2011, van augmentar més en l'economia espanyola que en els principals socis comercials en tots els sectors. Així, el cost laboral al sector manufacturer espanyol es va encarir el 25% en relació amb l'alemany i el 8,8% i el 5,8% en relació amb el francès i amb l'italià, respectivament. Al sector de la construcció, que no està sotmès a una competència internacional directa i que va viure un *boom* d'activitat, va augmentar encara més en relació amb Alemanya: el 35%. Als serveis, l'encariment relatiu va arribar al 25%, un deteriorament que va ser lleugerament esmorteït pel comportament menys negatiu del sector financer i, en especial, de la informàtica i telecomunicacions.

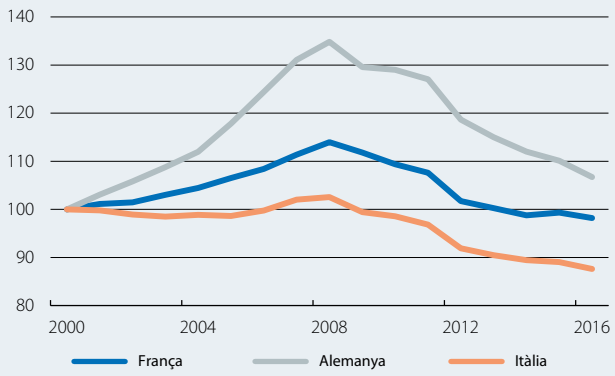
El camí de tornada és igualment intens i generalitzat. Segons l'OCDE, en els cinc anys que van del 2011 al 2016, els costos laborals unitaris relatius s'han situat en els nivells del 1998. En aquest cas, el 60% de la millora de la competitivitat és deguda a un menor creixement dels costos laborals a Espanya que als socis comercials.

Si ens centrem, de nou, en l'evolució dels costos laborals espanyols en relació amb els dels seus principals competidors, entre els anys 2011 i 2016, la millora ha estat generalitzada a tots els sectors. En concret, en relació amb Alemanya, tots els sectors abarateixen els costos laborals en termes relatius. L'ajust del cost laboral al sector manufacturer espanyol en relació amb el competitiu homòleg alemany és especialment destacable. Per la seva banda, la construcció presenta unes millores més moderades. Als serveis, destaca la millora de la informàtica i telecomunicacions, de les finances i de l'educació i sanitat.

La recuperació de la competitivitat de l'economia espanyola ajuda a explicar el bon comportament de les exportacions. En termes absoluts, les exportacions espanyoles van pujar a 240.577 milions d'euros a l'agost (acumulat de l'any), el 2,7% més que a l'agost del 2015. En termes relatius, destaca que han mantingut la seva quota mundial, mentre que ha reculat a la majoria de països avançats. Ateses aquestes xifres, no hi ha dubte que cal continuar treballant per preservar i, en la mesura del possible, millorar la competitivitat assolida en els últims anys.

*Costos laborals unitaris espanyols en relació amb altres països **

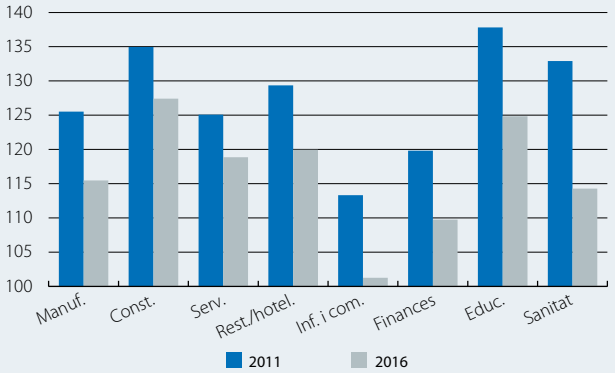
Índex (100 = 2000)



Nota: ** Ràtio del cost laboral unitari espanyol i del cost laboral unitari de cada país.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

*Cost laboral espanyol en relació amb l'alemany per sectors **

Índex (100 = 2000)



Nota: ** Ràtio del cost laboral espanyol i del cost laboral alemany.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
Indústria									
Consum d'electricitat	–0,1	1,6	2,5	–0,5	0,9	–0,1	3,7	1,2	...
Índex de producció industrial	1,3	3,3	4,2	2,6	1,4	1,9	0,6	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–7,1	–0,3	0,3	–1,9	–2,8	–3,8	–3,0	–0,1	0,9
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	53,6	52,5	54,3	52,5	51,4	52,3	53,3	...
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	–7,7	20,0	31,1	45,2	48,1	44,8	41,2	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	–5,6	10,9	11,9	10,6	14,1	13,3	13,2	...	...
Preu de l'habitatge	–2,4	1,1	1,8	2,4	2,0	1,6	–	–	...
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	7,2	5,4	9,3	13,7	10,4	8,4	10,2	...	...
PMI de serveis *(valor)*	55,2	57,3	55,9	54,7	55,5	54,9	54,7	54,6	...
Consum									
Vendes comerç al detall	1,0	3,0	3,4	3,8	3,8	3,8	3,2	2,4	...
Matriculacions d'automòbils	18,4	21,3	17,1	8,0	17,8	11,0	14,0	4,0	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–8,9	0,3	1,6	–2,5	–3,2	–6,1	–7,3	–4,8	–2,2

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

Indicadors d'ocupació

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
Afiliats a la Seguretat Social [1]									
Sectors d'activitat									
Indústria	0,1	2,2	2,7	2,8	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9
Construcció	–1,6	4,7	4,1	2,6	2,1	2,7	2,6	2,8	3,3
Serveis	2,2	3,5	3,4	3,1	3,0	3,3	3,3	3,3	3,6
Situació professional									
Assalariats	1,4	3,5	3,6	3,4	3,1	3,5	3,5	3,5	4,0
No assalariats	2,2	1,9	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0
TOTAL	**1,6**	**3,2**	**3,2**	**3,0**	**2,7**	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**3,4**
Població ocupada [2]	**1,2**	**3,0**	**3,0**	**3,3**	**2,4**	**2,7**	**2,7**	**–**	**...**
Contractes registrats [3]									
Indefinits	18,8	12,3	7,6	8,3	17,4	17,9	30,9	11,8	10,0
Temporals	13,1	11,2	11,8	6,2	9,1	7,1	15,3	5,7	5,7
TOTAL	**13,4**	**11,3**	**11,5**	**6,4**	**9,8**	**7,9**	**16,3**	**6,2**	**6,1**
Atur registrat [3]									
Menors de 25 anys	–8,2	–11,0	–11,7	–10,9	–12,0	–14,4	–14,8	–14,0	–14,2
Resta d'edats	–5,3	–7,2	–7,5	–7,8	–7,5	–8,6	–8,6	–8,7	–9,4
TOTAL	**–5,6**	**–7,5**	**–7,9**	**–8,1**	**–7,9**	**–9,1**	**–9,1**	**–9,1**	**–9,9**

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

Preus

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
General	**–0,1**	**–0,5**	**–0,3**	**–0,7**	**–0,9**	**–0,2**	**0,2**	**0,7**	**0,7**
Subjacent	0,0	0,6	0,9	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	...
Aliments sense elaboració	–1,2	1,8	2,5	2,1	2,7	3,5	1,2	0,2	...
Productes energètics	–0,8	–9,0	–10,2	–13,1	–13,6	–8,6	–4,8	0,1	...

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	3T 2016	08/16	09/16
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual)*	2,5	4,3	3,4	3,8	0,2	4,3	–1,1	8,9	0,0
Importacions *(variació interanual)*	5,7	3,7	3,3	3,3	–0,7	–0,3	–3,7	4,2	–1,4
Saldo corrent	**11,2**	**14,7**	**16,0**	**14,7**	**15,4**	**19,4**	**21,1**	**21,0**	**21,1**
Béns i serveis	25,5	26,2	26,8	26,2	26,0	29,7	31,7	31,3	31,7
Rendes primàries i secundàries	–14,3	–11,5	–10,8	–11,5	–10,6	–10,3	–10,7	–10,3	–10,7
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**16,3**	**21,7**	**22,1**	**21,7**	**22,2**	**25,9**	**26,8**	**26,8**	**26,8**

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

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

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	08/16	09/16	Saldo 09/16[1]
Finançament als sectors no financers[2]									
Sector privat	–5,8	–3,8	–3,0	–3,2	–2,9	–2,1	–2,1	–1,9	1.630,6
Empreses no financeres	–6,3	–4,0	–3,0	–3,4	–3,2	–2,2	–2,1	–1,8	915,0
Llars[3]	–5,0	–3,6	–3,1	–3,0	–2,5	–2,0	–2,0	–2,0	715,7
Administracions públiques[4]	5,9	4,0	3,7	3,5	4,3	4,5	4,6	3,5	1.104,9
TOTAL	**–1,8**	**–1,0**	**–0,5**	**–0,6**	**–0,2**	**0,4**	**0,5**	**0,2**	**2.735,6**
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies									
Total dipòsits	–0,9	–1,0	–0,5	–0,4	–0,3	–0,3	–0,1	–0,1	1.155,4
A la vista	10,8	18,5	17,7	16,2	16,0	16,4	17,3	16,5	434,6
D'estalvi	5,8	12,9	15,2	13,4	12,1	11,5	11,7	11,1	272,5
A termini	–7,6	–15,3	–15,8	–15,4	–16,4	–17,4	–17,6	–17,4	426,8
En moneda estrangera	1,1	5,6	–2,3	–4,0	1,6	–1,9	–1,8	–1,4	21,5
Resta del passiu[5]	–8,2	–13,0	–15,1	–16,7	–16,3	–11,3	–7,0	–14,2	89,2
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–1,9**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,2**	**–0,7**	**–1,3**	**1.244,6**
Taxa de morositat *(%)*[6]	**12,5**	**10,1**	**10,1**	**10,0**	**9,4**	**9,2**	**9,4**	**9,2**	**–**
Taxa de cobertura *(%)*[6]	**58,1**	**58,9**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**59,3**	**58,9**	**59,3**	**–**

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.*

PERSPECTIVES 2017

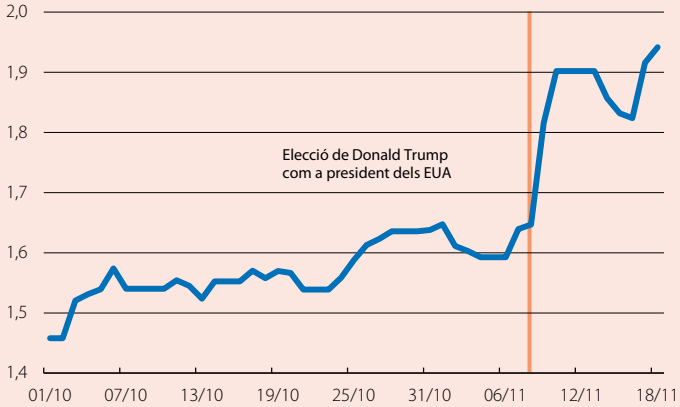
Política monetària el 2017: navegant amb el vent a favor, però amb mar de fons

El 2016 havia de ser l'any en què la Reserva Federal dels EUA (Fed) havia de marcar definitivament el camí de la normalització monetària amb un ritme sostingut de pujades del tipus d'interès. El Banc d'Anglaterra (BA) havia de ser el primer a seguir el camí traçat, mentre que el Banc Central Europeu (BCE) i el Banc del Japó (BoJ) havien de començar a preparar la retirada dels programes de compres (pas previ per encarar les pujades de tipus).

No obstant això, arribats al final de l'any, la pujada de tipus de la Fed no ha tingut la velocitat esperada i els altres bancs centrals han reforçat les mesures expansives. Els indicadors macroeconòmics no han justificat aquesta pausa: als EUA, la taxa d'atur ha assolit gairebé el valor d'equilibri i la inflació subjacent s'ha apropat a la referència del 2%; per la seva banda, la zona de l'euro i el Japó han mantingut l'avanç gradual, i el Regne Unit, fins i tot amb el llast del *brexit*, ha crescut a bon ritme. De fet, les decisions dels bancs centrals s'han basat en una nova actriu en auge, la incertesa, davant la qual han optat per la prudència.

Expectatives d'inflació després de les eleccions als EUA

*Expectatives a cinc anys d'aquí a cinc anys (%) **



Nota: ** Derivades a partir de TIPS i d'un model de la corba de tipus.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal dels EUA.*

El 2017, de nou, les perspectives macroeconòmiques de les economies avançades són favorables: esperem un creixement del 2,3% per als EUA i de l'1,4% per a la zona de l'euro, mentre que la inflació, esperonada per l'activitat i per la superació de la caiguda del preu del petroli, es consolidarà en cotes més properes als objectius dels bancs centrals. Per tant, l'escenari macroeconòmic del 2017 reforça la necessitat de mantenir la normalització monetària als EUA i obre la porta a un menor paper del BCE. Aquest escenari no està lliure de riscos, però, justament, un dels més importants, la política fiscal expansiva que podria arribar a implementar Donald Trump, pot accelerar la normalització monetària. Per entendre per què, hem d'analitzar amb més detall les perspectives de les economies avançades.

L'actual fase expansiva de l'economia nord-americana és la tercera més llarga des del 1945, l'activitat creix a bon ritme des del 2010, la taxa d'atur es troba en nivells baixos i la dinàmica de fons dels preus reflecteix un augment sostingut de la inflació. Malgrat que les regles tradicionals de política monetària ja fa temps que recomanen apujar els tipus,[1] la Fed ha mantingut un entorn de condicions financeres extraordinàriament acomodatícies. I té motius raonables. En primer lloc, la profunditat de la Gran Recessió va expulsar del mercat laboral treballadors que ara s'hi reincorporen, la qual cosa frena les pressions sobre els salaris. En segon lloc, la Fed ha considerat que els riscos d'una pujada de tipus, que podria haver refredat l'economia, eren majors que els d'ajornar aquestes pujades. Justament, aquesta regla de riscos asimètrics és la que ha aplicat la Fed davant els episodis d'incertesa viscuts el 2016 i la que explica la lentitud de la normalització fins al moment, en especial si es considera la repercussió global que tenen les seves decisions.[2]

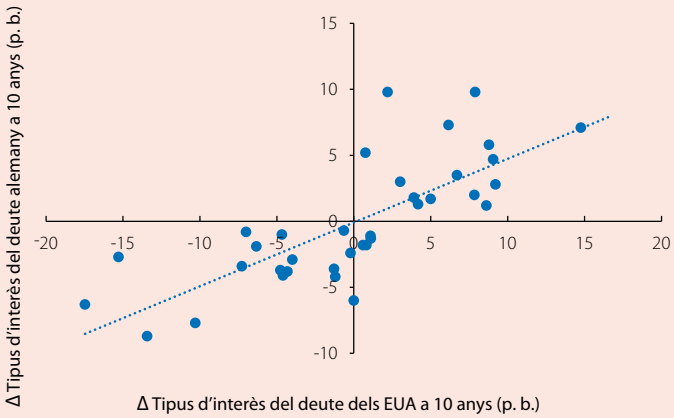
No obstant això, en aquesta fase més madura del cicle per la qual transita l'economia nord-americana, amb una recuperació consolidada, es comencen a notar les pressions inflacionistes, i, després d'anys de condicions monetàries laxes, els riscos d'inestabilitat financera guanyen preponderància. A més a més, la transmissió de la política monetària no és immediata, i la Fed ha d'anticipar les necessitats de l'economia. Conscient d'això, el 2017, continuarà amb pujades de tipus a un ritme més sostingut que equilibri la necessitat d'evitar un sobreescalfament de l'economia i el risc de refredar el creixement. Serà especialment rellevant que l'ajust dels mercats financers davant la normalització de la Fed sigui ordenat.

1. Vegeu, per exemple, Knotek II *et al.* (2016), «Federal Funds Rates Based on Seven Simple Monetary Policy Rules», Economic Commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland.
2. Una raó addicional que ha presentat la Fed és una caiguda del tipus d'interès d'equilibri (el tipus que no frena ni estimula l'activitat). Això situaria el valor en què la Fed fixa actualment el tipus efectiu més a prop del d'equilibri, i, per tant, les condicions serien menys acomodatícies del que aparenten.

De fet, hem observat l'inici de l'ajust als mercats financers després de l'elecció de Donald Trump com a president dels EUA: davant l'expectativa d'una política fiscal més expansiva, els mercats han interioritzat ràpidament que, d'ara endavant, prevaldran uns tipus d'interès més alts. Aquest reajustament en les expectatives s'ha traduït en un repunt dels tipus d'interès del deute nord-americà a llarg termini, que, en gran part, respon a un augment de les expectatives d'inflació (com ho mostra el primer gràfic, l'increment ha estat substancial i gairebé les situa en l'objectiu de la Fed). Des de CaixaBank Research, esperem una aplicació pragmàtica de l'agenda de Trump, atès que necessita el suport del Congrés (com a mínim de l'ala moderada del partit republicà) i que la seva victòria va ser molt ajustada. A més a més, els tempos legislatius probablement impediran que l'expansió fiscal sigui significativa abans del final del 2017. Així, contemplem una política fiscal moderadament expansiva, sense un gran impacte sobre el creixement i la inflació, que és coherent amb la reacció observada als mercats. En aquesta conjuntura, la Fed té via lliure per mantenir la normalització prevista (fins i tot amb una mica més de confiança pel relleu que li ofereix la política fiscal).

Política monetària als EUA i condicions financeres europees

Impacte dels anuncis de la Fed en les yields *sobiranes nord-americana i alemanya (2006-2016)*



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

No obstant això, el canvi d'escenari als mercats financers reflecteix també un augment dels riscos.[3] En concret, una política fiscal més expansiva podria generar majors augments de les expectatives d'inflació, davant els quals la Fed hauria d'accelerar el ritme de pujades del tipus d'interès. En un escenari més extrem i menys probable, però que no per això deixa d'influir sobre les valoracions dels mercats, una actuació més agressiva per part de Donald Trump en tots els fronts (fiscal, comercial, immigració i geopolítica internacional) podria arribar a generar una pèrdua de confiança a nivell mundial i posar la Fed davant el compromís de combatre l'enduriment de les condicions financeres i, alhora, les pressions inflacionistes.

A la zona de l'euro, l'escenari per a la política monetària vindrà dictat no solament per la conjuntura domèstica, sinó també per un efecte de contagi procedent dels EUA. A nivell domèstic, esperem que la recuperació de l'activitat continuï a un ritme semblant al del 2016 i que, lliure del llast del component energètic, la inflació tanqui el 2017 per damunt de l'1,5%, gràcies al creixement de la demanda interna. Aquesta conjuntura hauria de permetre al BCE començar a retirar el QE al llarg de l'any i situar en un horitzó a mitjà termini la primera pujada de tipus. Davant aquesta solidesa domèstica, els riscos vindran de l'exterior. D'una banda, atesa la preeminència global de la Fed, la normalització monetària als EUA podria provocar un efecte de contagi i endurir les condicions financeres de la zona de l'euro. Per calibrar la magnitud d'aquest efecte, hem analitzat l'impacte de la política monetària de la Fed sobre les condicions financeres de la zona de l'euro. Com ho mostra el segon gràfic, les accions de la Fed no solament afecten el deute nord-americà a llarg termini, sinó que, amb una sensibilitat al voltant del 50%, també impacten sobre el deute dels països europeus: per exemple, una decisió de la Fed que faci repuntar el deute nord-americà en 10 p. b. es tradueix, típicament, en un augment de 5 p. b. del deute alemany. De l'altra, la nostra anàlisi indica que el tram curt de la corba europea no es veu afectat. Ateses aquestes sensibilitats i una normalització de la Fed que segueixi les previsions, el BCE no ha de tenir problemes per mantenir les condicions financeres que consideri apropiades per a la zona de l'euro amb una bona comunicació de la política monetària. A més a més, el carregat calendari electoral europeu el 2017, juntament amb uns partits populistes amb capacitat d'influenciar l'agenda política encara que quedin fora dels governs, ens presenta un any amb una major probabilitat de polítiques fiscals expansives també a Europa. En aquest context, el BCE es pot sentir també més còmode començant a retirar els extraordinaris estímuls de política monetària.

En definitiva, el 2017 comença amb unes perspectives macroeconòmiques raonablement bones i, per tant, favorables per a una normalització ordenada de les condicions financeres. Més enllà de la incertesa que continua envoltant l'escenari macroeconòmic, tot fa pensar que cada vegada som més a prop de constatar que la política monetària no serà tan laxa en el futur com ho ha estat en els últims anys.

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

3. Paral·lelament al repunt de tipus i de les expectatives d'inflació, s'ha produït un augment de la prima de risc dels bons.

Perspectives dels mercats emergents el 2017

Els actius financers dels països emergents han estat la gran sorpresa positiva des de l'inici del 2016 i han trencat una ratxa de diversos anys de penúria. Els analistes estan dividits entre els qui creuen que només és una treva i els qui veuen un punt d'inflexió durador. Els dos bàndols articulen els arguments sota el marc conceptual dels factors d'embranzida i d'atracció de fluxos de capitals, que, sens dubte, continua sent molt útil per analitzar el comportament dels mercats emergents. Els pessimistes consideren que l'element dominant serà el previsible deteriorament de les condicions financeres globals, que afeblirà l'«embranzida» de capital cap als actius emergents. Els optimistes posen l'èmfasis en la millora que s'aprecia, des de fa alguns trimestres, en el quadre macroeconòmic d'aquests països, que «atraurà» capital cap a ells. És evident que són dues forces contraposades, però no és clar quina magnitud aconseguiran i com interactuaran. La nostra valoració de les dinàmiques en funcionament ens empeny a decantar-nos per un escenari moderadament positiu.

L'any 2016 ha estat una carrera d'obstacles per als actius emergents: els temors sobre l'economia xinesa al gener, el *brexit* al juny i la victòria de Trump al novembre, per esmentar els més destacats. Malgrat això, l'índex MSCI Emerging Markets registra una progressió del 7% des del començament de l'exercici, per damunt del 2% del seu homòleg de països desenvolupats i en clar contrast amb la caiguda del 17% que va patir el 2015. Al mercat de renda fixa, el diferencial dels bons emergents s'ha reduït el 30% des dels màxims del gener, segons l'índex global de J. P. Morgan. Finalment, al mercat de divises, i malgrat algunes excepcions notables, com les del peso mexicà o la lira turca, el 2016 ha estat marcat, també, per una tendència a l'alça de les monedes emergents. Aquest comportament globalment positiu ha tingut l'ajuda de forces d'embranzida i d'atracció. D'una banda, la recerca de rendibilitat per part dels inversors internacionals, fomentada pel to ultraacomodatici dels bancs centrals del G3, va incidir amb gran intensitat durant la primera meitat de l'any. De l'altra, els factors d'atracció van començar a adquirir un paper creixent a partir de l'estiu, gràcies als signes d'estabilització a la Xina i a la millora de la conjuntura en altres emergents importants (modesta però suficient per destacar en un context de creixement feble al bloc desenvolupat).[1]

Els pessimistes creuen que el clima financer global que s'aproxima el 2017 passarà a ser molt hostil per als actius dels països en desenvolupament, en particular per aquells on el nivell d'endeutament és massa elevat.[2] Alerten sobre dos grans riscos en l'entorn exterior. El primer procedeix del procés de normalització del tipus oficial de la Reserva Federal nord-americana (Fed). Això ja va ser motiu de preocupació durant la segona meitat del 2015, quan la Fed va dur a terme la primera pujada de tipus després de la gran crisi del 2008. Aquell episodi, juntament amb les preocupacions sobre l'economia xinesa, es va saldar amb una dura patacada per als actius emergents, que es va allargar fins al febrer del 2016. Ara té una probabilitat molt alta de concretar-se ràpidament,[3] la qual cosa desperta el temor a una repetició del que va succeir el 2015. De fet, alguns rememoren el *taper tantrum* del 2013, quan la Fed va anunciar la intenció de reduir el ritme del programa de compra d'actius (QE) i va desencadenar fortes turbulències als mercats globals: la rendibilitat del bo nord-americà a 10 anys va repuntar més de 100 p. b. i nombrosos mercats emergents van patir un deteriorament sobtat i intens de les condicions financeres. Sortides de capitals, reducció de la liquiditat, forta depreciació de les divises, increment substancial dels diferencials de crèdit i caigudes de les borses van ser els principals impactes d'aquell inesperat primer pas (verbal) cap a la normalització de la política monetària als EUA. Aquests mateixos efectes s'han observat històricament quan actua el segon factor que preocupa als pessimistes: els augments de l'aversió global al risc. Els tres grans episodis del 2016 esmentats més amunt (la Xina, el *brexit* i Trump) han estat capejats raonablement bé, però no es poden donar per tancats de manera definitiva. A més a més, de cara al 2017, s'obren altres fronts, també prou importants per provocar repunts de l'aversió al risc. En particular, la incertesa política que pot emanar d'una agenda electoral molt carregada a Europa.[4]

Els optimistes exposen cinc arguments bàsics per defensar que els riscos associats a una degradació de les condicions financeres mundials seran manejables i per pronosticar que els actius emergents podran sostenir els avanços del 2016. Els tres primers repliquen de forma directa les inquietuds dels pessimistes. Els dos últims posen l'accent en les condicions internes actuals dels països emergents, que semblen raonablement propícies per atreure els inversors.

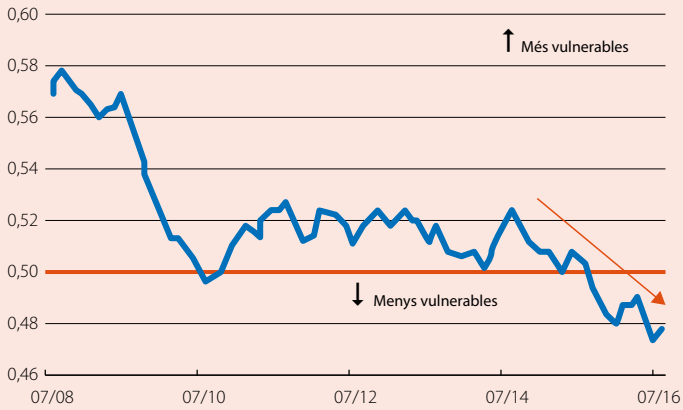
Primer, tot i que es donen les condicions perquè la Fed dugui a terme un ajust gradual dels tipus d'interès, sembla que aquesta normalització és ara ben descomptada pels inversors, situació que contrasta amb la sorpresa que va comportar el conat de *tapering* el 2013. Això disminueix la probabilitat d'un ajust abrupte de les condicions financeres i atorga flexibilitat als països emergents per ajustar-se a un entorn global menys lax. A més a més, el 2016 ha ensenyat que la Fed prefereix pecar per excés de prudència i que té molt en compte l'evolució de l'entorn exterior, fins al punt d'estar disposada a revisar el perfil de la normalització del tipus oficial per no desestabilitzar, precisament, els mercats internacionals (sobretot, en el cas de les possibles repercussions sistèmiques).

1. Per a més detalls, vegeu el Focus «Borses dels països emergents: el torn dels factors interns», de l'IM11/2016.
2. Per a més detalls, vegeu el Focus «Deute emergent: un flanc feble davant la normalització monetària de la Fed», de l'IM11/2016.
3. Sobre aquesta qüestió, vegeu l'article «Política monetària el 2017: navegant amb el vent a favor, però amb mar de fons», del present Dossier.
4. Per a més detalls, vegeu l'article «Política i economia el 2017: un binomi inseparable», del present Dossier.

Segon, tot i que és veritat que la incertesa política és capaç de generar més nerviosisme a totes les latituds, aquest risc es concentra més al bloc desenvolupat. En aquest sentit, la reacció dels inversors al *brexit* és reveladora, atès que va propiciar un millor comportament relatiu dels actius emergents. És a dir, va demostrar que una major aversió global al risc amb origen als països avançats no sempre afecta negativament, i fins i tot pot afavorir, els mercats financers emergents. En aquest sentit, l'orientació de l'Administració Trump en política comercial és, potser, el factor de risc més real per a les economies emergents, però cal preveure que, tant en aquest front com en altres, el Congrés dels EUA pot jugar un paper moderador.

Vulnerabilitat macroeconòmica de les economies emergents

*Nivell **



Nota: ** Índex de 0 a 1, on 0,50 és la mitjana històrica. Aquest índex captura la fragilitat econòmica dels països emergents basant-se en variables clau sobre (i) l'estabilitat macroeconòmica (creixement econòmic i inflació); (ii) el nivell de palanquejament del sector privat (evolució del crèdit, endeutament privat i tipus d'interès reals); (iii) els desequilibris externs (compte corrent, reserves i tipusde canvi), i (iv) el risc sobirà (saldo fiscal i endeutament públic).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Deutsche Bank.*

Tercer, i relacionat amb els dos anteriors, la vulnerabilitat davant eventuals degradacions de les condicions financeres globals és ara menor que el 2013 o el 2015, perquè l'exposició dels inversors internacionals als actius financers emergents és molt més baixa que llavors. Per exemple, les dades referides a la composició de les carteres de fons d'inversió i de pensions occidentals mostren que, en l'actualitat, el pes dels actius emergents s'ha situat en el 12%, molt a la vora dels mínims de l'11% assolits al començament del 2016 o després de la Gran Recessió del 2009 (és a dir, després que els pànics venedors haguessin impactat). En canvi, just abans del *taper tantrum*, la xifra era del 17%, prop dels màxims històrics. Això fa pensar que, malgrat que la degradació de les condicions financeres globals fos una mica més abrupta del que s'espera, no hauria de provocar esdeveniments disruptius per als mercats emergents.

Quart, la valoració dels actius financers emergents es troba, en conjunt, en nivells raonablement atractius. D'entrada, diversos mesuraments dels tipus de canvi d'equilibri indiquen que, en la majoria dels casos, les divises emergents cotitzen per sota del seu valor fonamental. La ràtio PER es troba prop de l'11,5 per a l'índex MSCI Emerging Markets, per sota de la mitjana de 12,5 registrada des del començament del 1990. Al mercat de renda fixa, la situació és una mica més apurada des d'una perspectiva històrica, d'acord amb el que succeeix a tot el món a causa de l'impacte de les polítiques no convencionals dels bancs centrals. Així, el diferencial de crèdit sobirà es troba gairebé 1 p. p. per sota de la mitjana històrica calculada des del final dels anys noranta (tot i que es manté en la part alta del rang observat des del 2009, quan van començar aquestes polítiques no convencionals).

Finalment, i no per això menys important, la millora del quadre macroeconòmic de la majoria de les economies emergents en els últims anys els proporciona més atractiu i més capacitat de resiliència davant de condicions financeres adverses. Així, des de mitjan 2014, els països emergents han aconseguit reduir de manera substancial la vulnerabilitat macroeconòmica (vegeu el gràfic anterior). Diversos estudis demostren que l'impacte d'un canvi de política monetària a les economies desenvolupades sobre les condicions financeres dels països emergents depèn, principalment, dels fonaments macroeconòmics propis de cada país.[5] Igualment, altres estudis posen de manifest que, quan aquests fonaments són sòlids, es mitiguen de forma substancial els efectes negatius d'un repunt de l'aversió global al risc.[6] És més, la importància dels fonaments propis ha augmentat des de la meitat dels anys 2000.[7] És a dir, els inversors internacionals discriminen cada vegada més dins el variat grup de països emergents (com es va constatar durant el *taper tantrum*).

En definitiva, als pessimistes no els falta raó quan adverteixen dels riscos que planen sobre els mercats emergents el 2017. Sens dubte, són aquí. Però els matisos tranquil·litzadors que aporten els optimistes, relatius al posicionament de les carteres i a les expectatives dels inversors, són convincents. En última instància, que continuï la lenta però meritòria millora dels fonaments econòmics és clau perquè els guanys del 2016 tinguin continuïtat l'any que comença. Així ho esperem.

Mathieu Fort
Departament de Mercats Financers, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

5. Vegeu, per exemple, Santacreu, A. M. (2015), «The Economic Fundamentals of Emerging Market Volatility», Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses, Núm. 2, 2015.
6. Yildirim, Z. (2016), «Global financial conditions and asset markets: Evidence from fragile emerging economies», Economic Modelling, volum 57, setembre del 2016, pp. 208-220.
7. Ahmed, S., Coulibaly, B. i Zlate, A. (2015), «International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals?», Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 1.135, abril.

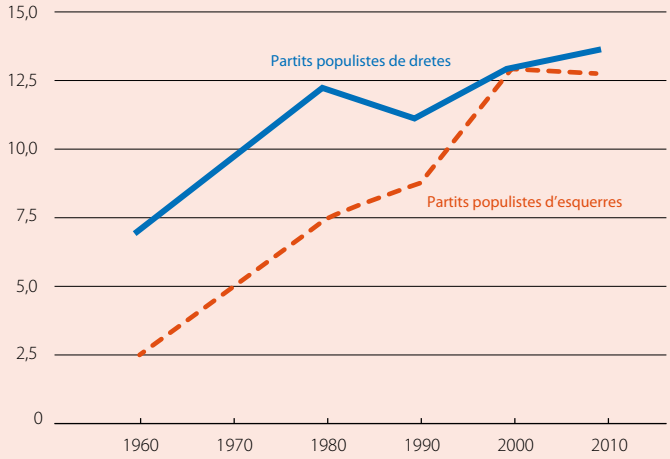
Política i economia el 2017: un binomi inseparable

En aquests últims mesos, hem vist com els vaivens polítics s'han convertit en una variable clau a l'hora d'analitzar les perspectives econòmiques. La ciència econòmica ha incorporat tant aquesta nova realitat que alguns economistes ja parlen de cicles econòmico-polítics i estudien no solament els clàssics *shocks* tecnològics i monetaris, sinó també els *shocks* de caire polític. El 2017, aquesta dinàmica s'intensificarà, i el binomi format per política i economia serà inseparable. I és que Donald Trump estrenarà mandat després de la seva proclamació com a president dels EUA el 20 de gener i la UE haurà d'afrontar la negociació amb el Regne Unit i una agenda política farcida de cites electorals de primera magnitud, amb un esment especial per a les eleccions a França, als Països Baixos i a Alemanya.

En particular, hi ha dos factors relacionats amb l'esfera política que preocupen per les seves possibles repercussions sobre l'economia a nivell mundial. El primer és l'increment observat de la polarització política o, dit d'una altra manera, un augment del suport de les polítiques econòmiques extremes, o populistes, ja siguin de dretes o d'esquerres. El segon és un augment de la inestabilitat política. Com es pot apreciar als gràfics adjunts, a Europa s'ha observat, en els últims anys, un increment substancial de la polarització i de la inestabilitat política. Als EUA, també s'ha produït un augment de la polarització: segons el Pew Research Center, el 2014, el 92% dels votants republicans tenien posicions més conservadores que l'elector mitjà demòcrata (el 64% el 1994) i el 94% dels votants demòcrates tenien posicions més a l'esquerra que l'elector mitjà republicà (el 70% el 1994).

Suport electoral als partits populistes a Europa

Percentatge de vot (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Inglehart, R. i Norris, P. (2016), «Trump, Brexit, and the Rise of Populism».*

Existeix un ampli consens en la literatura econòmica sobre les conseqüències negatives que la polarització política i la inestabilitat política tenen per al progrés econòmic. Si ens centrem en el primer factor, la polarització política, segons la definició clàssica que va encunyar, al començament dels noranta, el famós economista del MIT Rudiger Dornbusch, el populisme és el conjunt de polítiques que prioritzen el creixement econòmic a curt termini sense tenir en compte els riscos que poden comportar, per exemple, en deteriorar els comptes públics a mitjà termini. Així, segons Dornbusch, el populisme pot tenir un impacte positiu a curt termini, tot i que això és enganyós, ja que, a mitjà termini, els desequilibris econòmics acaben provocant un ajust molt sever de l'economia.

Hi ha dos canals addicionals a través dels quals un augment de la polarització política sol perjudicar el creixement econòmic. D'una banda, la polarització dificulta l'acord entre els diferents agents de la societat, i, en molts casos, el responsable polític acaba optant per implementar una política econòmica que beneficia el seu electorat potencial, tot i que no sigui l'adequada per al conjunt de la societat. Aquest factor és especialment important en èpoques de bonança econòmica, ja que la major abundància de recursos permet al responsable polític dur a terme la seva agenda amb més facilitat. A més a més, això genera una política fiscal procíclica, quan l'ideal és implementar polítiques fiscals contracícliques, és a dir, estalviar en temps d'abundància per poder gastar més en temps de vaques magres i revitalitzar, així, l'economia.

El segon canal a través del qual un augment de la polarització política pot afectar negativament el creixement és que, en general, aquesta sol anar associada a un augment de la inestabilitat política i, per tant, de la incertesa.

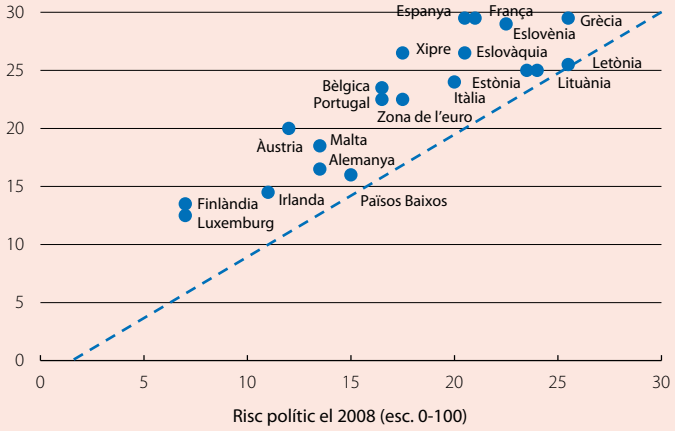
L'economista de la Reserva Federal de Filadèlfia, Marina Azzimonti,[1] ha intentat quantificar en un article recent l'impacte sobre l'economia de la intensificació de la polarització política als EUA entre el 2007 i el 2012. Els resultats que obté posen de manifest que no es tracta d'un fenomen menor. Segons l'autora, a causa de l'augment de la polarització política, s'han perdut 1,75 milions de llocs de treball, la inversió va recular el 8,6% i el PIB es va contreure el 2%.

1. Vegeu Azzimonti, M. (2013), «The Political Polarization Index», Working Paper, núm. 13-41, Federal Reserve Bank of Philadelphia.

El segon factor que preocupa és l'augment de la inestabilitat política, més enllà de la que pugui haver generat l'augment de la polarització. Un augment de la inestabilitat incideix negativament sobre l'economia, ja que, com s'ha comentat, augmenta la incertesa, la qual, de retruc, pot comportar l'ajornament de decisions d'inversió i de contractació. De fet, si tenim en compte que, als països desenvolupats, en general, la inversió privada sol caure 1 p. p. el trimestre anterior a la celebració de les eleccions,[2] és evident que la incertesa que genera la inestabilitat política afecta les decisions econòmiques. Una xifra que, atesa la quantitat de processos electorals que se celebraran a Europa el 2017, és important tenir present. Així mateix, els economistes de l'FMI Ari Aisen i Francisco José Vega[3] mostren que la inestabilitat política sol anar associada a un menor creixement i que això és degut, sobretot, a una disminució en el creixement de la productivitat.

Ratings *de risc polític a la Unió Europea **

Risc polític el 2016 (esc. 0-100)



Nota: ** El nivell d'estabilitat política és una de les variables més importants per calcular aquests* ratings.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central Europeu i de PRS Group.*

Si ens centrem ara en Europa, i més enllà de l'augment de la polarització i de la inestabilitat política, el carregat calendari electoral previst per al 2017 també podria renovar temporalment la pressió sobre les finances públiques. I és que, tal com expliquen els economistes de Harvard Alberto Alesina i Matteo Paradisi en un estudi recent,[4] els governants tendeixen a promoure polítiques fiscals més expansives a l'avantsala de les eleccions amb l'objectiu d'augmentar les opcions de revalidar el mandat. Un fenomen que s'intensifica si el resultat electoral és obert. I si alguna cosa caracteritza les conteses electorals previstes a Europa l'any vinent és, precisament, que el resultat sembla, a dia d'avui, força obert. En aquest sentit, un estudi recent de Goldman Sachs apunta, precisament, que aquest factor generarà un notable relaxament fiscal a França, a Alemanya i a Itàlia.

En definitiva, el 2017 serà un any clau a nivell polític tant als EUA com a Europa, i això tindrà importants derivades en l'àmbit econòmic. En particular, existeix una preocupació fundada sobre com la polarització i la inestabilitat política es poden traduir en una intensificació de la incertesa econòmica i en un augment dels desequilibris macroeconòmics. I és que l'empitjorament de la situació política podria fer trontollar el projecte comú europeu i agreujar la pèrdua de mecanismes de cooperació multilaterals. Que no succeeixi requerirà cintura política i visió de futur per part de tots.

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

2. Vegeu Canes-Wrone, B. i Ponce de Leon, C. (2015), «Electoral Cycles and Democratic Development», Princeton Working Paper.
3. Vegeu Aisen, A. i Veiga, F. J. (2011), «How Does Political Instability Affect Economic Growth», IMF Working Paper.
4. Vegeu Alesina, A. i Paradisi, M. (2014), «Political Budget Cycles: Evidence from Italian Cities», NBER Working Paper.

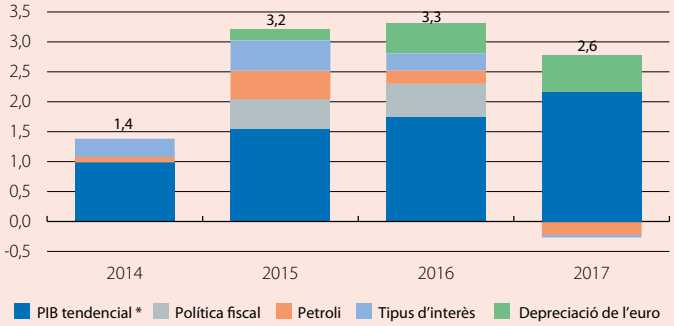
L'economia espanyola el 2017: creixent amb menys vents de cua

El creixement de l'economia espanyola va ser molt vigorós en el bienni 2015-2016: va superar el 3% en els dos anys i va batre els pronòstics de la majoria dels analistes. Aquest extraordinari èxit es conseqüència de la confluència d'uns factors de suport temporal, tant externs (el baix preu del petroli i la política monetària ultraexpansiva del BCE) com interns (impuls fiscal), que s'han sumat a la recuperació cíclica de l'economia. En el segon semestre del 2016, aquests vents de cua van començar a perdre intensitat, i això s'ha reflectit en un suau alentiment del ritme d'avanç del PIB. De cara al 2017, l'evolució d'aquests factors de suport determinarà, en gran part, el ritme d'avanç de l'economia espanyola l'any vinent.

Comencem per recular una mica en el temps, quan es pagava uns 100 dòlars per un barril de cru, un euro equivalia a 1,33 dòlars i la rendibilitat que oferia el bo espanyol a 10 anys era del 2,7%. Malgrat que aquestes xifres semblen molt allunyades de la situació econòmica actual,[1] corresponen a la meitat del 2014, fa només dos anys. El creixement del PIB enguany ha estat de l'1,4%, una mica per damunt del creixement del PIB tendencial,[2] gràcies, sobretot, als costos de finançament més baixos dels quals va començar a gaudir l'economia espanyola després de les mesures expansives del BCE i, en menor mesura, al lleuger descens del preu del petroli (vegeu el primer gràfic). Aquests factors de suport es van intensificar el 2015: el preu del petroli es va enfonsar fins als 35 dòlars al desembre d'enguany i els costos de finançament van continuar reculant arran d'una intervenció més decisiva del BCE, que, finalment, va iniciar les compres de bons sobirans. Les caigudes del preu del petroli i dels tipus d'interès es van allargar el 2016, però el seu descens va ser menor que l'any anterior, i, per tant, també ho va ser l'impacte sobre el creixement. En conjunt, aquests dos factors, petroli i tipus d'interès, expliquen al voltant d'1 p. p. del creixement del PIB el 2015 i 0,5 p. p. el 2016.[3] Les previsions de CaixaBank Research tracen una alça moderada tant del preu del petroli com dels tipus d'interès el 2017, de manera que s'espera que aquests factors deixin de donar suport al creixement del PIB l'any vinent.

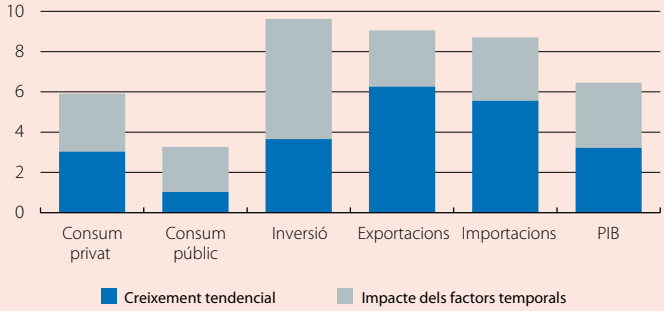
Desglossament del creixement del PIB

Contribució a la variació anual del PIB (p. p.)



Desglossament del PIB per components de demanda

Creixement acumulat 2015-2016 (%)



Notes: ** El PIB tendencial s'obté d'estimar un model autoregressiu en la sèrie del PIB assumint que no hi ha shocks. L'impacte dels diferents factors s'estima a partir del saldo energètic, del pagament d'interessos, de la depreciació del tipus de canvi efectiu real i de l'ajust fiscal. Per estimar l'impacte sobre els components de demanda, s'assumeix una propensió marginal a consumir i a invertir del 60% i una intensitat importadora del 25%. El nombre damunt de les barres indica el creixement anual del PIB.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, del BCE i del Ministeri d'Hisenda.*

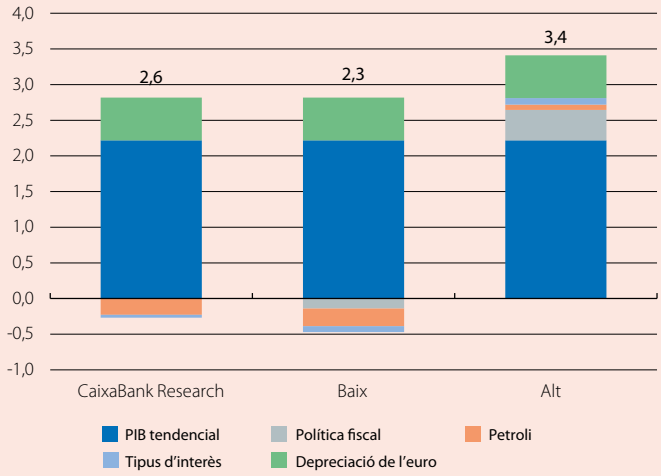
Un altre element extern que ha afavorit l'economia espanyola és el tipus de canvi. La política monetària expansiva del BCE, juntament amb l'inici de la normalització monetària als EUA, va propiciar una intensa depreciació de l'euro, que va passar a canviar-se, de mitjana, a 1,11 dòlars el 2015. Si es té en compte una cistella més àmplia de divises, s'observa que el descens del tipus de canvi efectiu real espanyol en relació amb els principals socis comercials es va iniciar el 2014 (el –2,9%) i va prosseguir el 2015 (el –2,8%) i el 2016 (el –1,0% entre els mesos de gener i octubre, última dada disponible). Atès que l'impacte del tipus de canvi sobre l'evolució de les exportacions no és immediat, sinó que l'efecte màxim se sol observar, aproximadament, al cap d'un any i mig, estimem que l'efecte sobre el creixement del PIB el 2015 va ser relativament petit, de l'ordre de 2 dècimes.[4] En canvi, el 2016, l'impacte ha estat més rellevant (unes 5 dècimes) i continuarà sent molt important el 2017.

Finalment, en clau interna, un altre element que ha impulsat de forma decisiva el creixement del PIB en els dos últims anys ha estat la política fiscal expansiva. El 2015, el dèficit públic es va reduir en 8 dècimes, fins al 5,0% del PIB (sense incloure les pèrdues per les ajudes a la banca). L'ajust fiscal el 2016, si es compleix el nou objectiu del 4,6% del PIB, haurà estat menor, de 4 dècimes. En els dos anys, la millora de l'entorn macroeconòmic hauria comportat una reducció superior del dèficit si la política fiscal hagués estat neutra; o, el que és el mateix, la reducció del dèficit va ser relativament menor, ja que es van adoptar mesures fiscals

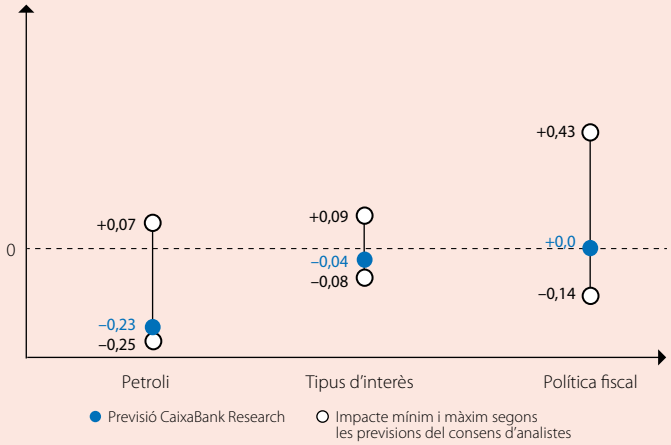
1. Les xifres mitjanes del mes de novembre del 2016 són 46,9 dòlars per barril, 1,08 dòlars per euro i el bo espanyol a 10 anys ofereix una rendibilitat de l'1,5%.
2. El PIB tendencial s'estima a partir d'un model autoregressiu estimat en el període 1995-2013. Es tracta d'una aproximació del creixement del PIB que s'hauria observat en absència de *shocks*.
3. L'impacte del preu del petroli sobre el PIB s'estima a partir de l'estalvi anual en el saldo energètic de la balança de pagaments. L'impacte dels tipus d'interès s'estima a partir de l'estalvi en despeses financeres de les llars i de les societats no financeres dels comptes no financers.
4. L'impacte del tipus de canvi efectiu real sobre el PIB s'estima a partir de l'elasticitat històrica de les exportacions i del tipus de canvi.

Escenaris de creixement del PIB el 2017

Contribució a la variació anual del PIB (p. p.)



Rang de la contribució a la variació anual del PIB de cada factor (p. p.)



	Petroli (dòlars per barril)	Tipus d'interès del bo espanyol a 10 anys	Dèficit fiscal
CaixaBank Research	57,6	1,8	–3,4
Alt	41,0	1,0	–4,0
Baix	60,5	2,2	–3,1

Notes: *El nombre damunt de les barres indica el creixement anual del PIB. Els escenaris Alt i Baix es construeixen a partir de les previsions mínima i màxima del consens d'analistes per a cada factor.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, de Funcas i de Consensus Forecast.*

de caire expansiu, com la rebaixa de l'IRPF. En concret, estimem que l'impuls fiscal ha contribuït en unes 5 o 6 dècimes al creixement del PIB cada any. Per al 2017, si el dèficit es redueix a un ritme lleugerament superior al dels dos últims anys i s'apropa a l'objectiu acordat amb Brussel·les, la política fiscal seria gairebé neutra.

L'impacte dels *shocks* esmentats no ha estat homogeni entre els diferents components del PIB, però sí generalitzat. Tal com s'observa al segon gràfic, la inversió és el component més afavorit pels diferents factors de suport temporal. De tota manera, el consum privat i el consum públic també han tingut el suport d'aquests factors. Pel que fa al sector exterior, la depreciació de l'euro ha impulsat el creixement de les exportacions en 3 p. p., la qual cosa representa gairebé un terç del creixement acumulat en el bienni 2015-2016.

En definitiva, l'anàlisi detallada dels principals factors de suport temporal fa pensar que expliquen, aproximadament, la meitat de l'excepcional creixement de l'economia espanyola en el bienni 2015-2016. Sens dubte, aquests elements van contribuir a generar confiança en la capacitat de creixement i van ajudar a consolidar, així, el bon *momentum* de l'economia. Sense ells, el creixement hauria estat més reduït i l'efecte confiança, més difícil de quantificar, també hauria estat menor.

Com ja s'ha assenyalat, les previsions de CaixaBank Research per al 2017 suggereixen que aquests vents de cua deixaran de bufar i, de fet, s'espera que alguns, fins i tot, es tornin vents de cara. En aquest escenari, el ritme d'avanç de l'economia espanyola es moderarà fins al 2,6%, un percentatge encara notable. No obstant això, la incertesa que envolta aquesta previsió és elevada, ja que depèn de variables com el preu del petroli, els tipus d'interès o el tipus de canvi, l'evolució del qual és molt incerta en el context internacional actual. Per il·lustrar aquesta incertesa, n'hi ha prou amb observar la gran diferència entre la previsió més optimista i la més pessimista dels diferents analistes. Per exemple, la previsió mitjana del preu del petroli per a l'any vinent oscil·la entre els 41 i els 60 dòlars, i la de la rendibilitat del bo espanyol a 10 anys se situa entre l'1,0% i el 2,2%. Malgrat l'amplitud de l'interval de previsions, l'impacte estimat sobre el creixement del PIB és relativament modest (entre –2 i +1 dècimes). Així mateix, destaca el fet que, en els dos casos, les previsions de CaixaBank Research se situen al costat conservador, la qual cosa implica que els riscos estarien esbiaixats a l'alça (vegeu els gràfics tercer i quart). Finalment, cal subratllar que la divergència d'opinions sobre el curs del dèficit públic el 2017 s'ha mantingut especialment elevada: l'interval oscil·lava entre el –3,1% i el –4,0% del PIB en el panell de Funcas del novembre. L'impacte directe sobre el creixement del PIB, en aquest cas, no és gens menyspreable i il·lustra la importància de concretar mesures creïbles.

En definitiva, malgrat que tot fa pensar que el creixement continuarà sent vigorós el 2017, la incertesa també es mantindrà en cotes altes, en especial a causa del complex context internacional. En aquest entorn, en què els vents de cua poden deixar de donar suport al creixement de l'economia espanyola, és imprescindible continuar impulsant una agenda de reformes estructurals ambiciosa, que garanteixi un creixement sostingut i equilibrat a mitjà termini.

Judit Montoriol Garriga
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

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

From missing disinflation to missing inflation: Understanding the recent path of inflation in the US
Nadim Elayan Balagué i Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

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

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

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

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

Vulnerabilitat de les economies emergents
Àlex Ruiz, 02/2013

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

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

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

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

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

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

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

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

DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK

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

Per què Europa genera poc creixement i ocupació?
Jordi Gual

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

Unió bancària: de formigó o de palla?
Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

POLS ECONÒMIC

ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIS ECONÒMICS

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

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

GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS
31 de desembre de 2015

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

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

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

CaixaBank Research a Twitter @CABK_Research

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

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

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

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

© CaixaBank, S.A., 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