IM02

INFORME MENSUAL
NÚMERO 409 | FEBRER 2017

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
L'estratègia de la Fed el 2017: passos més ferms, però cautelosos

ECONOMIA INTERNACIONAL
Alentiment del comerç mundial: el paper del proteccionisme

UNIÓ EUROPEA
Paritat, aquesta vegada sí?

ECONOMIA ESPANYOLA
Les exportacions espanyoles i la desacceleració del comerç mundial

DOSSIER: BENEFICIS EMPRESARIALS A L'ALÇA

Evolució dels beneficis de les empreses cotitzades: alcista i volàtil

Sobre la distribució de la renda empresarial

Per què han augmentat els marges empresarials?

Liquiditat al sector empresarial: quan més no sempre és millor

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Febrer 2017

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

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

Data de tancament d'aquesta edició:
31 de gener de 2017

Enric Fernández
Director Corporatiu de Planificació Estratègica i Estudis

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia

Avelino Hernández
Director de Mercats Financers

Estel Martín
Directora d'Estratègia Bancària

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

6 MERCATS FINANCERS

9 *L'estratègia de la Fed el 2017: passos més ferms, però cautelosos*

10 *Una perspectiva sectorial del nou escenari macroeconòmic*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *El* shadow banking *a la Xina: una ombra allargada*

16 *Alentiment del comerç mundial: el paper del proteccionisme*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *Paritat, aquesta vegada sí?*

22 *L'impacte de la demografia sobre el mercat laboral: desafiament superable?*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *El deute públic: l'elefant a l'habitació*

28 *La inversió en capital humà: la clau d'accés a una ocupació de qualitat*

29 *Les exportacions espanyoles i la desacceleració del comerç mundial*

32 DOSSIER: BENEFICIS EMPRESARIALS A L'ALÇA

32 *Evolució dels beneficis de les empreses cotitzades: alcista i volàtil*
Mathieu Fort

34 *Sobre la distribució de la renda empresarial*
Judit Montoriol Garriga

36 *Per què han augmentat els marges empresarials?*
Roser Ferrer

38 *Liquiditat al sector empresarial: quan més no sempre és millor*
Carlos Martínez Sarnago

El futur del comerç mundial

El mes de gener no va portar bons auguris per al comerç mundial. En la seva primera setmana com a president, Donald Trump va confirmar la retirada dels EUA de l'Acord Transpacífic de Cooperació Econòmica, va reiterar la seva intenció de renegociar l'acord de lliure comerç d'Amèrica del Nord i va posar damunt la taula la possibilitat de finançar la construcció d'un mur a la frontera amb Mèxic amb un aranzel del 20% sobre les importacions provinents del país veí. A l'altre costat de l'Atlàntic nord, Theresa May va deixar clar que el Regne Unit s'encamina cap a un *brexit* dur que el situarà fora del mercat únic europeu. Malgrat que la seva intenció expressa és negociar tractats de lliure comerç amb la UE i amb altres països, completar aquests acords pot necessitar anys, i no és clar que, quan s'assoleixin, facilitin un intercanvi tan fluït de béns i de serveis com l'actual.

L'actitud que adopti l'Administració nord-americana serà especialment important per al funcionament del comerç mundial. Tot i que durant la campanya electoral el «candidat» Trump va tenir un discurs obertament proteccionista, del «president» Trump s'esperava –i encara esperem– una orientació més pragmàtica.

Els EUA tenen raó quan afirmen que les seves exportacions de béns i de serveis no reben, en determinats països, un tracte comparable al que ells ofereixen a les importacions d'aquestes mateixes jurisdiccions. Aquesta situació és fruit, fonamentalment, de la contraposició de dos models d'entendre el comerç internacional: el liberal i el mercantilista. Els EUA han abraçat durant dècades (amb poques excepcions) un enfocament liberal que prioritza l'eliminació de traves a les importacions, en benefici de les empreses, que poden aprofitar les cadenes de subministrament globals, i dels consumidors, que aconsegueixen tenir accés a una major varietat de productes i a un preu millor. Altres països han optat per un enfocament mercantilista, protegint alguns sectors de la competència internacional i estimulant les vendes a l'exterior amb subsidis o amb una moneda feble.

Per intentar aconseguir un tracte més simètric, l'Administració Trump pot triar entre dues alternatives amb implicacions molt diferents: negociar un accés millor dels seus exportadors als mercats internacionals o entorpir les importacions de béns i de serveis amb la imposició de barreres comercials –aranzelàries o d'un altre tipus. En aquest sentit, no és clar què pretenia el candidat Trump quan apuntava la possibilitat d'introduir aranzels del 35%-45% sobre les importacions mexicanes o xineses: si ho feia com una amenaça per aconseguir el primer objectiu o com una proposta per aconseguir el segon –en paraules recents del principal empresari mexicà, Carlos Slim, si ho feia en qualitat de «negotiator» o de «terminator». Pel bé de l'economia mundial, i dels EUA, esperem que es tracti d'una estratègia negociadora i que l'amenaça no s'arribi mai a complir. En cas contrari, estaríem davant un seriós risc de guerres comercials i de replegament del comerç mundial.

Els EUA també podrien implementar altres mesures que ajudarien a millorar la competitivitat de les empreses i a reduir el dèficit comercial, proper al 3% del PIB. Un exemple seria la reforma de l'impost de societats, que, amb un dels tipus impositius més alts del món (aproximadament, el 39%, incloent federal i estatal), desincentiva la producció domèstica i la repatriació de beneficis per part de les multinacionals. Un altre seria un programa d'inversions en infraestructures per modernitzar el sistema de transport i de subministrament energètic. Es tracta de dues reformes que contribuirien a impulsar no solament el creixement del comerç, sinó també l'econòmic tant als EUA com a escala global. És encoratjador que les dues propostes estiguessin incloses al programa electoral del president. Esperem que les valori seriosament.

Enric Fernández
Economista en cap
31 de gener de 2017

CRONOLOGIA

GENER 2017

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

DESEMBRE 2016

4 Itàlia celebra un referèndum en què es rebutja la reforma de la Constitució. El primer ministre Matteo Renzi dimiteix i és substituït per Paolo Gentiloni.
8 El BCE amplia el QE fins al desembre del 2017 i redueix la compra de bons mensuals de 80.000 a 60.000 milions d'euros a partir de l'abril.
14 La Reserva Federal dels EUA apuja el tipus d'interès de referència en 25 p. b. fins a l'interval 0,50%-0,75%.
22 El banc italià Monte dei Paschi di Siena fracassa en el seu intent d'ampliació de capital de 5.000 milions d'euros i el Govern italià crea un fons de 20.000 milions d'euros per enfortir la banca.

NOVEMBRE 2016

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

OCTUBRE 2016

29 Mariano Rajoy és investit president del Govern espanyol.

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.

AGENDA

FEBRER 2017

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
8 Índex de producció industrial (desembre).
13 PIB del Japó (4T).
17 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (desembre).
20 Comerç exterior (desembre).
27 Avanç IPC (febrer).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (febrer).
28 Balança de pagaments (desembre).

MARÇ 2017

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
Comptabilitat nacional trimestral (4T).
8 Índex de producció industrial (gener).
9 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
15 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
16 Enquesta trimestral de cost laboral (4T).
17 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (gener).
21 Comerç exterior (gener).
23 Consell Europeu.
30 Avanç de l'IPC (març).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (març).
31 Balança de pagaments (gener).
Execució pressupostària de l'Estat (desembre, gener i febrer).
Saldo de les Administracions públiques (2016).

Més creixement, més incertesa

«Mr. President, the floor is yours.» En les conferències en anglès, és habitual que, després de les preceptives presentacions, aquesta frase s'utilitzi per cedir la paraula al ponent. I, certament, el nou president dels EUA ha fet quelcom més que simplement prendre la paraula: s'ha situat al centre de l'escena i ha dominat l'agenda ja des de la seva victòria electoral. El que l'agenda de la nova Administració Trump tracta d'aconseguir és lloable, ja que busca millorar la capacitat de crear prosperitat i reintegrar en el sistema una part dels grups que s'han vist perjudicats per la dinàmica econòmica dels últims anys. Els dubtes sorgeixen no tant per la finalitat com pels instruments, que generen interrogants notables i, en conseqüència, incertesa. Un primer eix d'actuació pivota al voltant de l'expansió fiscal, que combinarà una rebaixa tributària amb un augment de la inversió pública. Es tracta de propostes que tenen sentit, ja que l'impost de societats nord-americà té un dels tipus impositius més alts del món i moltes infraestructures del país estan obsoletes. Així i tot, i atès que l'economia nord-americana es troba prop de la plena ocupació, preocupa que l'impacte de la política fiscal expansiva sigui limitat en creixement i que, en canvi, la inflació i el dèficit comercial augmentin més del previst. Per alimentar encara més el debat sobre la idoneïtat de l'estímul, cal destacar que els EUA han acabat l'any amb un dinamisme apreciable (el creixement del 4T va ser de l'1,9% interanual i el de l'any, de l'1,6%, però aquesta xifra emmascara una primera part de feblesa i una clara acceleració en el segon semestre), amb un augment dels salaris que és el més important des del 2009 i amb la inflació repuntant, una tendència que anirà a més en els propers trimestres. No és estrany que els últims comentaris de la Reserva Federal (Fed) suggereixin que la pujada de tipus pot acabar sent més agressiva si aquests efectes indesitjats de l'expansió fiscal es materialitzen. Sent conseqüent amb aquesta lectura, CaixaBank Research espera tres pujades del tipus de referència de la Fed el 2017. Els mercats, en canvi, han tendit a assumir la narrativa del major creixement, però no tant la del risc inflacionista, com es desprèn del fet que els inversors esperen, només, dues pujades en aquest 2017.

Política local, tensions globals? La segona via d'acció que promou la nova Administració nord-americana encara és més controvertida. Sota el lema «Amèrica primer», planteja, si més no retòricament, un gir clarament proteccionista. És una fórmula que contradiu obertament una lliçó inqüestionable de la història: que la integració econòmica és una via poderosa de creació de riquesa. Va ser la via que va fer pròspers els actuals països avançats i és la forma de treure de la pobresa grups amplis de població dels emergents. Atès que el proteccionisme sembla una fórmula acabada, els analistes econòmics tendeixen a esperar una aplicació pragmàtica de l'agenda. Així i tot, el perfil d'algunes de les persones nomenades en càrrecs clau, les primeres accions realitzades després de la presa de possessió (decret presidencial de renúncia al TPP i anunci de la renegociació del Tractat de Lliure Comerç d'Amèrica del Nord, NAFTA, per les sigles en anglès) i les declaracions realitzades pel mateix Trump han incrementat la incertesa. En especial, preocupen els riscos de possibles conflictes comercials (en aquest àmbit, destaca la revisió del NAFTA) i de tensions diplomàtiques (amb desacords ja palpables amb la Xina i amb la UE).

I, malgrat tot, l'economia va bé. Afortunadament, aquest *shock* d'incertesa es dóna en el context d'una recuperació del ritme d'activitat que, pel que sembla, ha de continuar. En el tram final del 2016, el ritme de creixement es va accelerar a Europa i a la Xina i, com s'ha esmentat més amunt, es va mantenir en taxes raonables als EUA. Específicament, en el 4T 2016, la zona de l'euro va avançar el 0,5% intertrimestral (l'1,8% interanual), el Regne Unit ho va fer el 0,6% intertrimestral (el 2,2% interanual) i la Xina es va accelerar fins al 6,8% interanual (el 6,7% en els tres trimestres anteriors). El bon ritme de creixement es basa en una sèrie de factors globals de fons, com la política monetària laxa a la major part dels països, la tendència a una recuperació moderada del petroli i, amb l'excepció d'alguns països avançats, l'absència de tensions inflacionistes. Tots aquests factors es mantindran ferms el 2017. Conseqüentment, CaixaBank Research preveu que, després de créixer el 3,1% el 2016, l'economia mundial avançarà el 3,4% el 2017.

L'economia espanyola, a les portes d'una desacceleració moderada. Després de créixer un dinàmic 3,2% el 2016, l'economia mantindrà un ritme expansiu una mica inferior el 2017 (el 2,6%), a causa del menor impacte dels factors de suport temporals (en particular, petroli i política fiscal). Es tracta d'un ritme d'activitat envejable, millor que el de la major part dels nostres socis europeus. Així i tot, el balanç de riscos no permet caure en la complaença, ja que la incertesa exterior, com s'ha vist, no cedeix i els reptes interns (dèficit públic, pensions, mercat laboral, etc.) continuen sent importants. En aquesta tessitura, és desitjable que es recuperi l'ímpetu reformista, ja que pot ser que els reptes del país siguin a mitjà i a llarg termini, però el moment del debat i de l'acció és ara.

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	3,4	3,6	3,1	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4
Països desenvolupats	*2,1*	*1,6*	*1,9*	*2,0*	*1,5*	*1,7*	*1,8*	*1,9*	*1,9*	*1,8*
Estats Units	2,6	1,6	2,3	2,4	1,3	1,7	1,9	2,2	2,5	2,2
Zona de l'euro	1,9	1,7	1,5	1,6	1,6	1,8	1,8	1,6	1,6	1,5
Alemanya	1,5	1,8	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9	1,5	1,4	1,7
França	1,2	1,1	1,1	1,3	1,1	0,9	1,1	0,8	1,2	1,3
Itàlia	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	1,0	0,9	0,7	0,8	0,7
Portugal	1,6	1,2	1,3	1,3	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,0
Espanya	3,2	3,2	2,6	2,2	3,4	3,2	3,0	2,9	2,6	2,4
Japó	1,2	1,0	1,0	0,8	0,9	1,0	1,6	1,2	1,1	0,9
Regne Unit	2,2	2,0	1,0	1,5	2,0	2,2	2,2	1,7	1,1	0,7
Països emergents	*4,1*	*4,2*	*4,5*	*4,8*	*4,2*	*4,2*	*4,3*	*4,5*	*4,6*	*4,6*
Xina	6,9	6,7	6,4	5,9	6,7	6,7	6,8	6,6	6,5	6,2
Índia[1]	7,6	6,9	7,4	7,7	7,1	7,3	6,4	6,7	6,9	7,4
Indonèsia	4,8	5,1	5,4	5,6	5,2	5,0	5,3	5,3	5,4	5,4
Brasil	–3,8	–3,4	0,9	2,1	–3,6	–2,9	–1,8	–0,6	0,4	1,5
Mèxic	2,6	2,3	1,8	2,3	2,6	2,0	2,2	1,5	1,5	2,0
Xile	2,3	1,7	2,0	2,5	1,6	1,6	1,5	1,8	1,9	2,1
Rússia	–3,7	–0,6	1,3	1,6	–0,6	–0,4	–0,4	1,0	1,3	1,4
Turquia	6,0	1,8	2,4	3,0	4,5	–1,8	–0,1	1,5	2,5	2,7
Polònia	3,9	2,7	3,3	3,1	3,1	2,2	2,8	3,4	3,4	3,4
Sud-àfrica	1,2	0,5	1,3	1,9	0,8	0,8	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*	*0,7*	*1,9*	*1,9*	*0,5*	*0,6*	*1,1*	*1,9*	*1,9*	*2,0*
Estats Units	0,1	1,3	2,5	2,4	1,0	1,1	1,8	2,5	2,4	2,6
Zona de l'euro	0,0	0,2	1,7	1,6	–0,1	0,3	0,7	1,7	1,6	1,8
Alemanya	0,1	0,4	2,0	1,8	0,0	0,4	1,0	1,9	2,0	2,2
França	0,1	0,3	1,6	1,6	0,1	0,4	0,7	1,4	1,5	1,9
Itàlia	0,1	0,0	1,1	1,4	–0,3	–0,1	0,2	0,8	1,1	1,4
Portugal	0,5	0,7	1,3	1,5	0,5	0,7	1,1	1,2	1,3	1,3
Espanya	–0,5	–0,2	2,4	1,5	–0,9	–0,2	1,0	2,8	2,6	2,4
Japó	0,8	–0,1	0,7	0,9	–0,3	–0,5	0,3	0,7	0,6	1,1
Regne Unit	0,0	0,7	2,6	2,6	0,4	0,7	1,2	2,1	2,6	2,8
Països emergents	*4,7*	*4,4*	*4,5*	*4,4*	*4,5*	*4,3*	*4,2*	*4,3*	*4,5*	*4,5*
Xina	1,4	2,0	2,2	2,2	2,1	1,7	2,2	1,6	2,1	2,5
Índia	4,9	4,9	5,1	5,4	5,7	5,2	3,7	4,1	4,1	4,7
Indonèsia	6,4	3,5	3,8	5,0	3,5	3,0	3,3	3,3	4,0	3,6
Brasil	9,0	8,8	6,3	5,3	9,2	8,7	7,1	6,5	6,3	6,3
Mèxic	2,7	2,8	3,6	3,3	2,6	2,8	3,2	3,7	3,8	3,6
Xile	4,3	4,0	3,2	3,3	4,2	3,8	3,3	3,0	3,1	3,2
Rússia	15,5	7,1	5,1	5,2	7,3	6,8	5,7	5,3	5,1	5,0
Turquia	7,7	7,8	7,7	6,8	6,9	8,0	7,6	8,1	7,9	7,6
Polònia	–0,9	–0,7	1,4	2,0	–1,1	–0,8	0,2	0,7	1,5	1,5
Sud-àfrica	4,6	6,3	5,6	6,0	6,2	6,0	6,6	5,8	5,2	5,4

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**	**3,2**	**2,6**	**2,2**	**3,4**	**3,2**	**3,0**	**2,9**	**2,6**	**2,4**
Altres variables										
Ocupació	3,0	2,9	2,3	2,0	2,8	2,9	2,9	2,6	2,5	2,3
Taxa d'atur (% pobl. activa)	22,1	19,6	17,9	16,6	20,0	18,9	18,6	18,9	18,1	17,3
Índex de preus de consum	–0,5	–0,2	2,4	1,5	–0,9	–0,2	1,0	2,8	2,6	2,4
Costos laborals unitaris	0,2	–0,3	0,2	1,4	–0,3	–0,1	–0,3	–0,4	0,0	0,5
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,4	2,0	1,6	1,4	1,7	1,9	2,0	1,9	1,8	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	2,0	2,6	2,2	2,0	2,3	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–5,0	–4,6	–3,4	–2,4						

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	0,74	1,41	2,20	0,64	0,79	0,92	1,11	1,31	1,51
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	2,00	2,63	1,25	1,46	1,62	1,76	1,92	2,08
Deute públic a 2 anys	0,67	0,84	1,71	2,75	0,77	0,72	1,00	1,32	1,58	1,84
Deute públic a 10 anys	2,13	1,84	2,88	3,49	1,75	1,56	2,13	2,67	2,84	2,95
Euro										
Refi BCE	0,05	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	–0,02	–0,26	–0,31	–0,21	–0,26	–0,30	–0,31	–0,31	–0,31	–0,31
Euríbor 12 mesos	0,17	–0,03	–0,07	0,05	–0,02	–0,05	–0,07	–0,08	–0,07	–0,07
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,24	–0,58	–0,65	–0,29	–0,52	–0,64	–0,71	–0,71	–0,68	–0,65
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,10	0,43	0,84	0,12	–0,12	0,11	0,27	0,40	0,48
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,11	1,03	1,04	1,13	1,12	1,08	1,04	1,02	1,02
¥/€	134,33	120,30	119,22	122,15	121,91	114,26	117,96	121,82	119,20	118,21
£/€	0,73	0,82	0,89	0,88	0,79	0,85	0,87	0,87	0,89	0,90
PETROLI										
Brent ($/barril)	53,61	45,63	59,32	65,79	47,35	47,49	51,96	56,17	58,57	60,50
Brent (€/barril)	48,30	41,28	57,73	63,04	41,94	42,55	48,25	53,84	56,96	59,31

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

Previsions

CONJUNTURA · Temps de reflexió als mercats financers

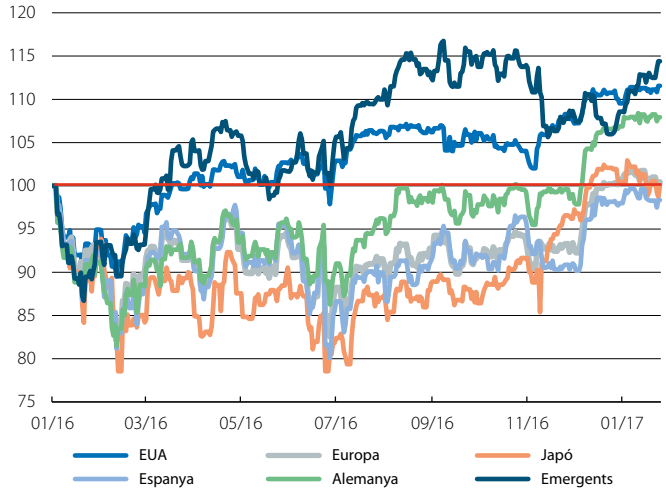
Els mercats continuen apostant per la reflació nord-americana, però de manera una mica més cautelosa. La narrativa que continua dominant als mercats és la de la reflació als EUA –és a dir, més creixement, però també més inflació– arran d'una política econòmica que primarà l'estímul fiscal. Així i tot, després del fort augment de les cotitzacions dels actius de risc posterior a la victòria de Donald Trump, durant una gran part del mes de gener, es va imposar un to més moderat. Sense variar gaire la percepció de risc, com ho testifica el fet que la volatilitat de la borsa nord-americana es va mantenir en aquest mes de gener en una zona històricament baixa, durant les tres primeres setmanes de l'any, els mercats van entrar en una fase més expectant. Semblava una tònica lògica, tenint en compte la falta de definició de l'Agenda Trump i, en una òptica estrictament de mercat, la intensitat del moviment alcista posterior a les eleccions. No obstant això, i de forma gairebé simultània a la presa de possessió del president Trump, el *rally* va prosseguir el seu curs. Tot i que es tracta d'un moviment amb menys impuls que al novembre i al desembre, la tendència de fons dels actius de risc continua sent alcista. Indubtablement, una part del suport procedia de la publicació d'unes dades macroeconòmiques favorables, que certificaven que el 2016 havia finalitzat amb un ritme d'activitat que guanyava tracció. Però sembla que l'impuls de fons continua sent que el mercat descompta més els efectes positius de l'agenda procreixement dels EUA que els aspectes negatius.

Escasses novetats en l'esfera d'actuació dels bancs centrals. En la reunió del dia 19, el BCE va reiterar les guies centrals de la política monetària. Específicament, el BCE va valorar de forma positiva la recuperació de l'activitat, però va continuar manifestant dubtes sobre la recuperació a mitjà termini de la inflació (malgrat l'augment esperat de la inflació el 2017, s'està lluny de l'objectiu a llarg termini del BCE del 2%). En aquest context, el BCE va manifestar que ignorarà els repunts de la inflació per l'efecte base de les caigudes del preu del petroli, tot i que analitzarà els possibles efectes indirectes. En definitiva, es reafirma que, després de l'anunci del final del 2016 de l'extensió temporal del QE fins al desembre del 2017 i la disminució del volum de compres fins als 60.000 milions a partir de l'abril del 2017, la retirada de l'estímul serà molt gradual. Conseqüentment, CaixaBank Research preveu una disminució gradual del ritme de compres de bons (*tapering*) el 2018 i la primera pujada del refi cap a la meitat del 2019.

La política monetària nord-americana es mourà en coordenades diferents. Malgrat que no va haver-hi cap reunió de la Reserva Federal (Fed) al gener, diferents comentaris dels seus representants van servir per reafirmar la senda de la política monetària perfilada després de la decisió d'augmentar el tipus d'interès del desembre, moment en què, recordem-ho, el tipus de referència es va situar en el 0,50%-0,75%. En concret, els missatges de diversos membres de la Fed al gener suggereixen

Principals borses internacionals

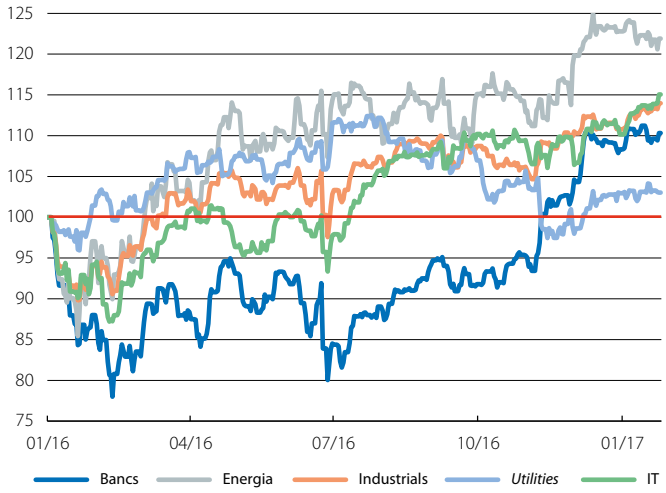
Índex (100 = gener 2016)



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

Borsa mundial: evolució per sectors

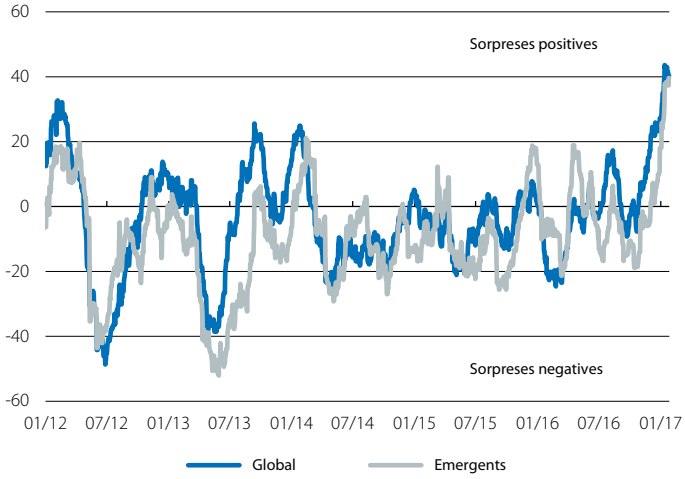
Índex (100 = gener 2016)



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

Índex de sorpreses econòmiques

Nivell



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

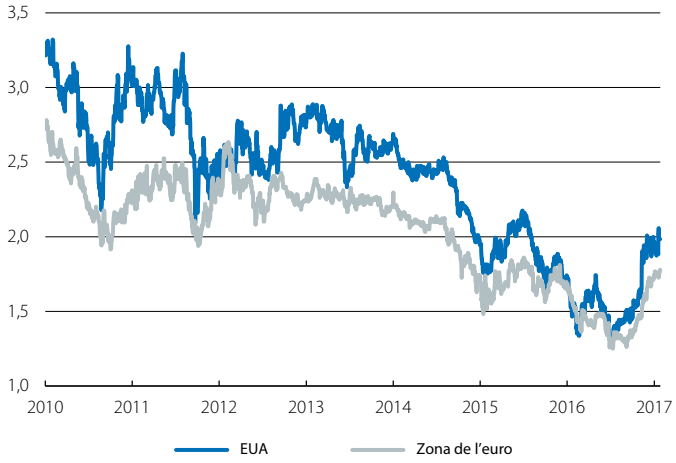
que el banc central nord-americà vigila els possibles efectes inflacionistes de l'estímul fiscal anunciat en una economia en situació de quasi plena ocupació. D'aquesta línia discursiva, que s'afegeix a la comunicació de to *hawkish* que va acompanyar la pujada del desembre, es pot inferir que no seria descartable un grau d'enduriment monetari durant l'any 2017 una mica més intens del que el mercat descompta actualment. De manera coherent amb aquesta lectura, CaixaBank Research espera tres pujades del tipus de referència de la Fed el 2017, mentre que el mercat, en aparença poc permeable als riscos de l'expansió fiscal nord-americana, n'espera només dues.

La rendibilitat del deute sobirà nord-americà comença a reflectir més matisos sobre la narrativa de la reflació. Al gener, les *yields* del bo a 10 anys dels EUA van reflectir plenament les incerteses que encara existeixen sobre la concreció de l'agenda de Trump i, en conseqüència, sobre els seus efectes. Després del repunt de les rendibilitats de novembre i mitjan desembre, els inversors van desfer de forma moderada una part de les posicions en les primeres setmanes d'enguany. Així i tot, i com ha succeït en els actius de risc nord-americans, en el tram final de gener, les rendibilitats van tornar a repuntar. El resultat net d'aquests vaivens ha estat una alça mínima dels tipus d'interès sobirans nord-americans en el mes. De cara al futur, la durada d'aquesta fase de certa indefinició és una incògnita, però, previsiblement, vindrà determinada pels tempos del Govern Trump a l'hora de presentar les seves actuacions en matèria de despesa pública, de política impositiva i comercial i de com es vagin concretant els efectes econòmics de la nova política econòmica. Serà clau, per tant, vigilar els indicadors de preus i salaris, l'evolució a l'alça dels quals adquireix vigor i amplitud, sobretot en un entorn de gairebé plena ocupació.

El deute sobirà europeu es desacobla parcialment de la dinàmica financera nord-americana. L'evolució de la rendibilitat del bo alemany durant el mes de gener ha estat una mica diferent de la del seu equivalent nord-americà. Mentre que, en aquest últim cas, l'augment de les *yields* va ser mínim, la renda fixa a llarg termini alemanya va pujar de forma més clara. En particular, al gener, l'evolució dels tipus d'interès del deute sobirà a la zona de l'euro va exhibir dues etapes diferents. La primera part del mes va estar marcada per la reunió del BCE, que, com s'ha esmentat, no va oferir gaires novetats i va servir, en tot cas, per reafirmar al mercat les perspectives de manteniment d'una política monetària acomodatícia fins al final del 2017. En aquest entorn, la corba alemanya es va mantenir estable, mentre que el deute sobirà dels altres països va reduir els diferencials amb Alemanya. No obstant això, en la segona meitat del mes, els mercats internacionals van reaccionar als primers moviments de l'Administració Trump després de la presa de possessió amb repunts en els tipus d'interès. A més a més, un cop conegut l'augment de la inflació del mes de desembre, els membres del BCE menys partidaris de les polítiques no convencionals van adoptar una comunicació pública una mica més agressiva. Atesa aquesta conjunció, la dinàmica de la primera meitat del mes es va invertir, i es van observar repunts en el

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

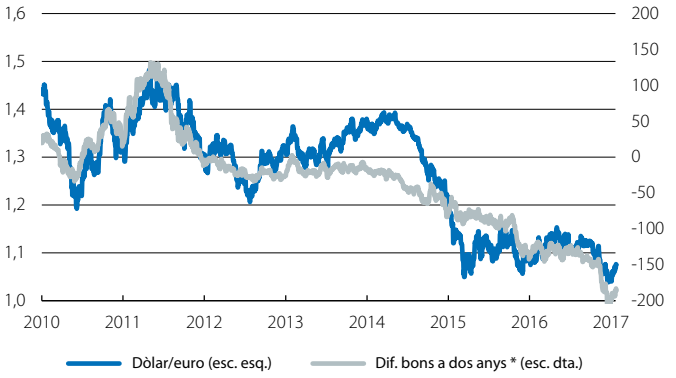
(%)



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

Tipus de canvi dòlar-euro i diferencial de rendibilitat del bo a dos anys

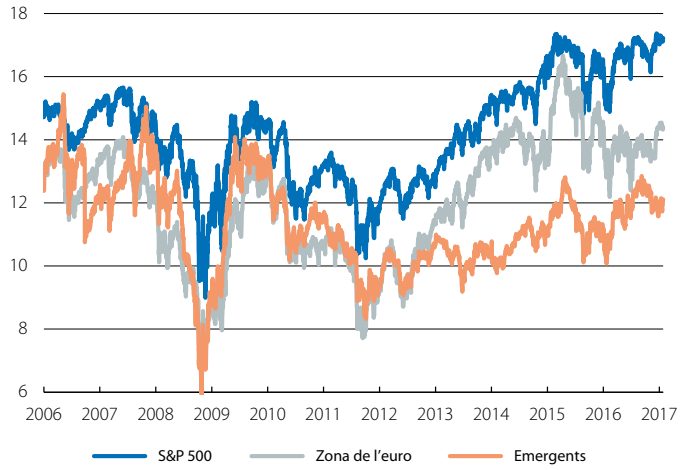
(Dòlars per euro) *(p. b.)*



Nota: ** Diferencial entre el bo alemany i el nord-americà a dos anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

*Borses regionals: ràtio preu/beneficis **

(Ràtio PER)



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

pendent de la corba alemanya i una ampliació dels diferencials amb la resta de països.

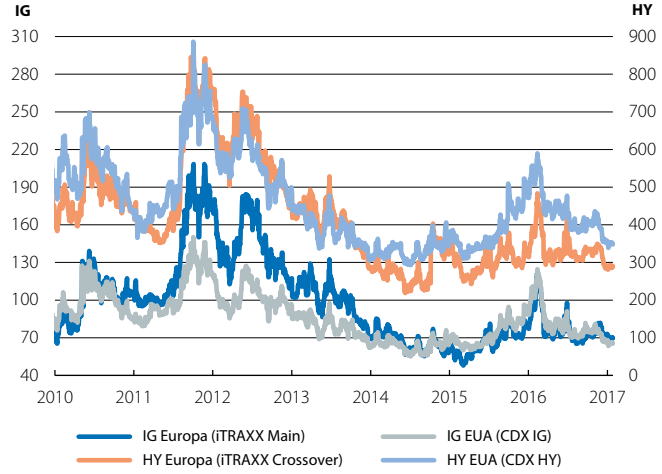
El mercat de divises reflecteix el sentit més dubitatiu dels inversors. La divisa de referència mundial, el dòlar, s'ha depreciat de forma nítida, tant enfront de l'euro com en termes efectius nominals (és a dir, enfront de la cistella de les divises dels seus socis comercials). Així i tot, des de CaixaBank Research, aquest canvi de tendència és interpretat com un moviment de curta durada que reverteix mínimament la ràpida apreciació del bitllet verd dels últims mesos. En canvi, enfront d'aquesta correcció tècnica, la tendència de fons, atesa la divergència en la política monetària entre el BCE i la Fed, serà de major depreciació de l'euro, que podria tornar a la zona inferior de l'interval de cotització, 1,05-1,10 dòlars/euro, o, fins i tot, perforar-la de forma temporal.

Les divises emergents premen l'accelerador. En conjunt, les divises emergents van patir un fort càstig després de la celebració de les eleccions presidencials nord-americanes (al novembre, l'índex de divises emergents de J. P. Morgan va caure el 4,4% en relació amb el dòlar). De llavors ençà, gairebé la meitat d'aquesta reculada s'ha revertit, amb més timidesa al desembre i amb més rotunditat al gener. Destaca, en particular, la forta apreciació, en relació amb el dòlar, del real brasiler i del ruble rus. En obert contrast, els inversors discriminen la situació idiosincràtica de dos països, Mèxic i, en especial, Turquia, les divises dels quals s'han depreciat amb força des del novembre passat. D'acord amb aquesta tendència a l'apreciació, els fluxos de capitals emergents s'han continuat recuperant. En particular, les entrades netes de capitals en cartera (deute i accions) d'un grup representatiu d'emergents amb el compte de capitals liberalitzat (és a dir, no inclou la Xina) mostren que el fort episodi de sortida de capitals dels emergents posterior a la celebració de les eleccions presidencials dels EUA s'ha revertit totalment.

A les borses, les alegries (i les penes) van per barris. Un altre dels segments que digereix els diferents elements que es contraposen en l'actual moment financer –*momentum* fort recent, narrativa de reflació i indefinició de la política econòmica dels EUA– és el mercat de renda variable. Malgrat que s'ha destacat mediàticament que l'índex Dow Jones va assolir, el dia 26 de gener, el seu màxim històric (per damunt de la barrera psicològica dels 20.000 punts), l'evolució de la borsa nord-americana ha estat més moderada. L'índex Dow Jones, després de créixer més del 3% al desembre, finalment amb prou feines va créixer el 0,5% al gener. Una mica més dinàmic es va mostrar l'índex S&P 500, el més representatiu del mercat de valors nord-americà, que va augmentar l'1,8%. Europa s'ha mogut per rumbs diferents. Al gener, l'Eurostoxx 50 va perdre l'1,8% del seu valor. Es tracta d'una correcció que cal emmarcar en clau de dinàmica de mercat, ja que l'índex de referència de la zona de l'euro havia crescut una mica menys del 8% al desembre. Finalment, cal esmentar que les borses emergents han rebut el suport de la dinàmica de recuperació de la confiança inversora comentada més amunt i que, al gener, van anotar un avanç superior al 5%.

Europa i EUA: primes CDS per grau creditici

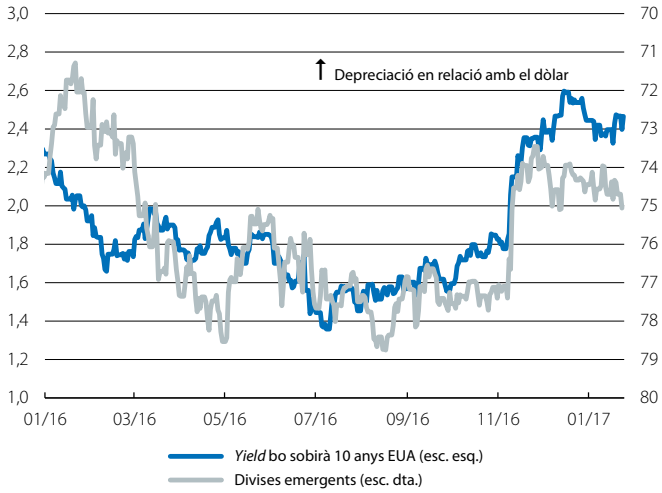
(p. b.)



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

Divises emergents i renda fixa als EUA

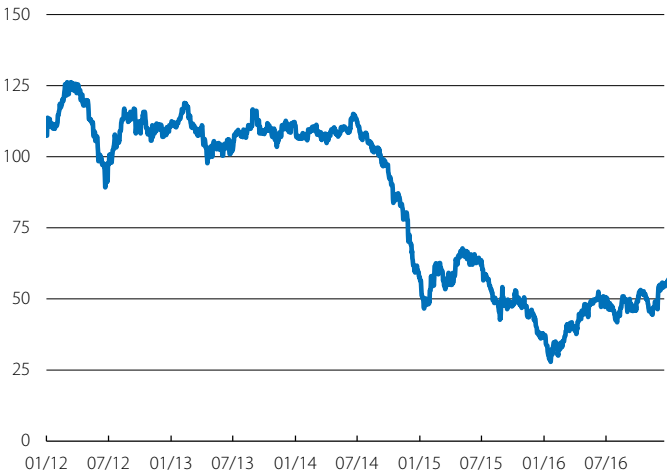
(%) *Índex (100 = gener 2014) escala invertida*



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

Preu del petroli Brent

(Dòlars per barril)



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

FOCUS · L'estratègia de la Fed el 2017: passos més ferms, però cautelosos

El passat mes de desembre, la Reserva Federal (Fed) va dur a terme l'única pujada del tipus d'interès de referència (*fed funds target rate*, en anglès) del 2016. Més enllà de la decisió d'apujar el tipus rector en 25 p. b., fins a l'interval 0,50%-0,75%, el focus d'atenció s'ha situat en la revisió a l'alça de les previsions de la institució sobre el nivell apropiat del *fed funds* de cara al 2017.

En l'actualitat, els membres del FOMC contemplen tres pujades de tipus el 2017, enfront de les dues previstes al setembre, la qual cosa situaria el tipus de referència en el rang 1,25%-1,50% al desembre del 2017. La particularitat d'aquest escenari de tipus una mica més agressiu és que no ha estat paral·lel a una revisió a l'alça de les previsions de creixement i d'inflació per part de l'autoritat monetària. Per tant, l'ajust de les perspectives de tipus d'interès és atribuïble, probablement, a un canvi en el balanç de riscos que envolten l'escenari previst. En concret, la fortalesa mostrada pels indicadors d'activitat en els últims mesos, el repunt del preu del petroli i les perspectives d'una política fiscal més expansiva han reduït el risc que la inflació decaigui i es mantingui en nivells baixos durant molt de temps. Un escenari que, pel que sembla, corroboren els mercats, en especial després de l'augment de la probabilitat que es dugui a terme una política fiscal expansiva després de l'elecció de Donald Trump. Aquesta circumstància es pot observar de forma aproximada al primer gràfic, que mostra el preu (o prima) que paguen els inversors per cobrir-se d'escenaris en què la inflació se situï per sota del 2% i de l'1% en els cinc propers anys.

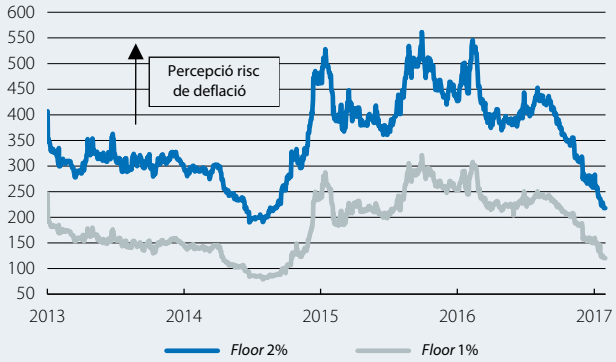
De fet, sembla que les novetats que ofereixi el flanc fiscal són un factor important que pot alterar l'estratègia de tipus d'interès del banc central en els propers trimestres. En aquest sentit, CaixaBank Research considera que el paquet de mesures fiscals tindrà un efecte modest sobre el creixement i la inflació. No obstant això, atès que l'economia nord-americana es troba molt a prop d'assolir la plena ocupació, l'impacte d'una política fiscal expansiva sobre el creixement pot ser inferior al previst i, en canvi, pot ser que generi més pressions inflacionistes de les esperades.

En aquest context, la probabilitat que la Fed imprimeixi un ritme de normalització de tipus més intens del que descompten els agents del mercat de bons, que pronostiquen dues pujades el 2017, no sembla menyspreable. També s'arriba a aquesta conclusió quan s'analitza l'evolució del *fed funds* que prediu la regla de Taylor. Com és ben sabut, la regla de Taylor ofereix una referència del nivell al qual s'hauria de situar el tipus rector en funció de les condicions macroeconòmiques prevalents a cada moment (principalment, creixement i inflació).

Un enfocament tradicional sobre els paràmetres que regeixen aquesta regla mostra que el tipus oficial s'hauria de situar al voltant del 4%. No obstant això, un plantejament alternatiu de la mateixa regla, que l'argot ha anomenat «regla de Yellen», indica que el nivell apropiat del *fed funds* en l'actualitat seria molt més baix, al voltant de l'1,75%, però clarament per damunt del nivell en què es troba actualment.[1] A més a més, la regla de Yellen suggereix que el *fed funds* hauria d'augmentar en els propers trimestres al voltant de 75 p. b. si es compleix l'escenari de previsions que la Fed va publicar al desembre.

EUA: primes de les opcions d'inflació a cinc anys

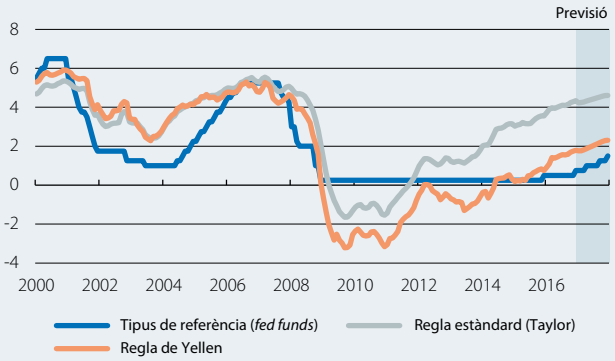
(p. b.)



Nota: *El lector trobarà una descripció de les opcions d'inflació al Focus «Expectatives d'inflació i instruments financers: un binomi valuós», de l'IM04/2014.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

EUA: tipus d'interès de referència i prediccions segons les regles de política monetària *

(%)



Nota: ** Per al tipus de referència, s'utilitzen les previsions de CaixaBank Research.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del CBO, de la Reserva Federal i de Bloomberg.*

1. El terme «regla de Yellen» fa referència a una regla de Taylor en què s'utilitzen els coeficients i els paràmetres d'inflació i de bretxa de producció que la dirigent de la Fed ha esmentat en diversos discursos. Vegeu Yellen (2015): *Normalizing Monetary Policy: Prospects and Perspectives.*

FOCUS · Una perspectiva sectorial del nou escenari macroeconòmic

Des que Donald Trump va guanyar les eleccions, hem presenciat una revisió a l'alça de les expectatives de creixement i d'inflació als EUA, les quals s'han plasmat en projeccions de beneficis empresarials més alts. En conseqüència, també hem assistit a una revaloració important dels principals índexs borsaris. No obstant això, sota aquest bon comportament agregat, s'observa una reveladora disparitat sectorial, que obeeix, principalment, a tres factors: el descompte d'un impuls en l'economia, gràcies a una expansió fiscal; l'augment en els tipus d'interès lliures de risc, per una major expectativa d'inflació, i l'avançament d'una política comercial més proteccionista.

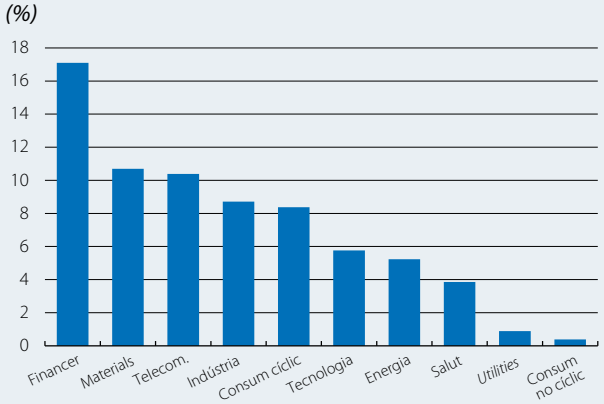
L'impacte de l'expansió fiscal té com a principals beneficiaris, en primer lloc, els sectors relacionats amb la inversió en infraestructures, com materials, metalls o mineria. En segon lloc, els inversors han anticipat un impacte positiu general en beneficis per una rebaixa en el gravamen corporatiu, que, en particular, podria impulsar les empreses amb més exposició domèstica. A més a més, un marc de més creixement i menys càrrega fiscal podria alliberar espai en el balanç per a més inversió en capital (*capex*), que repercutiria de forma positiva en el sector industrial per la via d'un increment de les comandes manufactureres. Finalment, els inversors també anticipen una reducció de l'impost sobre les rendes del treball, la qual cosa afavoriria el consum cíclic. En canvi, en aquest tipus d'escenaris, han mostrat un funcionament menys brillant sectors defensius, com el consum no cíclic, les telecomunicacions[1] o les *utilities*.

Un altre factor que condicionarà l'evolució de les cotitzacions borsàries és l'ajust a l'alça de les expectatives dels tipus d'interès, en especial en el tram llarg de la corba. Tant la banca com les entitats asseguradores es veuran afavorides pel major pendent de la corba, ja que augmenta el marge per interessos. A més a més, el sector financer ofereix valoracions atractives (en termes tant de preu sobre els beneficis com de preu sobre el valor comptable). En canvi, l'increment dels tipus d'interès pesarà més sobre les indústries més palanquejades i més endeutades a llarg termini, com la petroliera, els metalls i la mineria, les telecomunicacions, les aerolínies o l'automoció.

Finalment, sembla que la tendència proteccionista adquireix un abast important, que podria acabar llastant els col·lectius que es basen en les importacions (com el consum al detall o el transport) i les empreses amb un alt grau de deslocalització de la producció (per exemple, Apple o Ford). A més a més, l'augment dels tipus d'interès per part de la Fed mantindrà l'enfortiment del dòlar, la qual cosa afectaria negativament sectors exportadors, principalment el tecnològic (amb el 60% dels ingressos procedents de l'estranger), però també l'industrial (en especial, l'automobilístic, que veuria incrementada la competència d'Europa i del Japó i que parteix de valoracions més altes i de balanços més febles que el tecnològic).

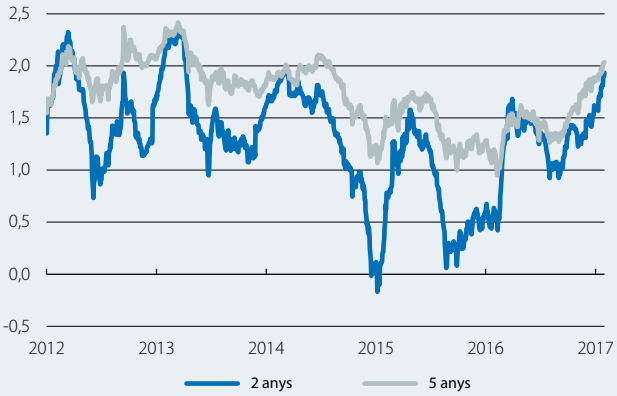
1. La bona evolució del sector és conseqüència del possible relaxament de la seva regulació.

EUA: retorn borsari postelectoral per sectors



Nota: *Variació de l'índex borsari de cada sector entre el 08/11/2016 i el 31/01/2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

EUA: expectatives d'inflació *



Nota: ** Diferencial de rendibilitat entre el bo sobirà i el bo indexat a la inflació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	31-gen	30-des	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	**0,00**	0,00	0	0,0	–5,0
Euríbor 3 mesos	**–0,33**	–0,32	–1	–0,8	–16,5
Euríbor 12 mesos	**–0,10**	–0,08	–2	–1,8	–11,5
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,66**	–0,80	14	14,1	–21,5
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,70**	–0,77	7	6,6	–21,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**0,44**	0,21	23	23,2	11,5
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**1,60**	1,38	22	21,6	8,8
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	**116**	118	–1	–1,5	–2,5
EUA					
Fed funds (límit superior)	**0,75**	0,75	0	0,0	25,0
Líbor 3 mesos	**1,03**	1,00	3	3,6	42,1
Líbor 12 mesos	**1,72**	1,69	3	3,9	58,5
Deute públic a 1 any	**0,76**	0,81	–5	–5,1	31,1
Deute públic a 2 anys	**1,20**	1,19	1	1,2	42,6
Deute públic a 10 anys	**2,45**	2,44	1	0,6	52,9

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

	31-gen	30-des	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**73**	72	1	0,9	–19,4
Itraxx Financer Sènior	**91**	93	–3	–2,8	–1,0
Itraxx Financer Subordinat	**212**	221	–10	–9,8	3,5

Tipus de canvi

	31-gen	30-des	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
$/€	**1,080**	1,052	2,7	2,7	–0,3
¥/€	**121,800**	122,970	–1,0	–1,0	–7,2
£/€	**0,858**	0,854	0,6	0,6	12,8
¥/$	**112,800**	116,960	–3,6	–3,6	–6,9

Primeres matèries

	31-gen	30-des	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**432,5**	423,1	2,2	2,2	12,8
Brent ($/barril)	**54,7**	55,4	–1,3	–1,3	64,7
Or ($/unça)	**1.210,7**	1.152,3	5,1	5,1	8,3

Renda variable

	31-gen	30-des	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**2.278,9**	2.238,8	1,8	1,8	17,5
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.230,7**	3.290,5	–1,8	–1,8	6,1
Ibex 35 (Espanya)	**9.315,2**	9.352,1	–0,4	–0,4	5,7
Nikkei 225 (Japó)	**19.041,3**	19.114,4	–0,4	0,0	8,7
MSCI emergents	**909,2**	862,3	5,4	5,4	22,5
Nasdaq (EUA)	**5.614,8**	5.383,1	4,3	4,3	21,7

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

CONJUNTURA · Creixement global a l'alça, amb riscos a la baixa

El creixement mundial s'accelerarà el 2017. En el tram final del 2016, els indicadors d'activitat van tendir a millorar, la qual cosa avala l'escenari de referència que CaixaBank Research considera per al 2017, any per al qual s'espera un avanç del PIB mundial del 3,4% (que cal comparar amb el creixement del 3,1% estimat per al 2016). El 2018, el ritme d'activitat s'accelerarà encara més, fins al 3,6%. La inflació, per la seva banda, s'incrementarà lleugerament el 2017 i el 2018, en especial a les economies avançades. Les claus que sustenten aquesta expansió són conegudes. D'entrada, a les economies avançades, la política monetària continuarà sent expansiva (fins i tot, als EUA, que mantindran una normalització monetària molt gradual). Un segon element global que sustentarà l'acceleració de l'activitat és la recuperació del preu del petroli, que afavorirà els exportadors sense erosionar excessivament el creixement dels importadors. En tercer lloc, es confirmarà, previsiblement, la intensificació de la dinàmica de recuperació emergent que s'intuïa al final del 2016: s'espera la sortida de la recessió d'emergents com Rússia i el Brasil i l'expansió econòmica d'altres països, com l'Índia o els de l'Europa emergent. Com és ben conegut, l'excepció més notòria a aquesta tendència l'encarna la Xina, que continuarà la desacceleració gradual el 2017 i el 2018.

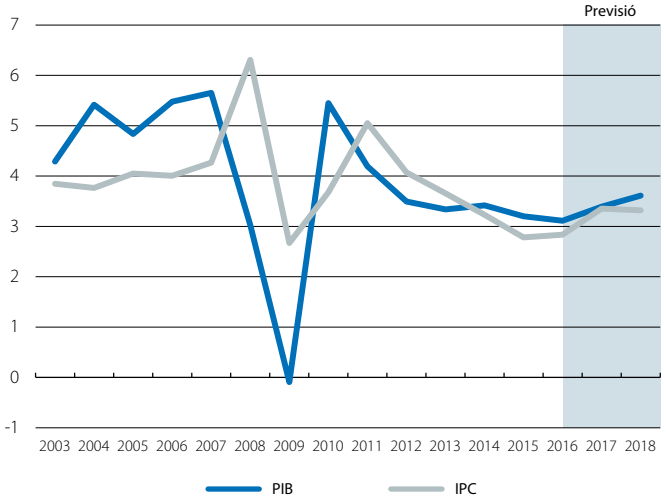
El balanç de riscos continua esbiaixat cap a un eventual menor creixement. Malgrat aquestes perspectives raonablement satisfactòries, els riscos a nivell mundial continuen sent elevats. En particular, CaixaBank Research destaca el nivell creixent de deute global, l'auge dels populismes, la incertesa d'origen geopolític, les incògnites sobre l'orientació de l'Administració Trump, els dubtes sobre l'aterratge suau i els riscos financers, immobiliaris i canviaris de la Xina, i l'impacte de l'enduriment de les condicions financeres internacionals als emergents amb més vulnerabilitats exteriors. Aquesta valoració ha aconseguit un consens notable entre els analistes, com es constata en la revisió recent de perspectives econòmiques de l'FMI. Així, entre els riscos que destaca el Fons, cal esmentar el proteccionisme, la combinació de baix creixement (per absència de reformes estructurals) i elevat deute d'algunes economies avançades, i les vulnerabilitats que continuen exhibint alguns emergents importants.

ESTATS UNITS

Primera economia mundial, primer risc global? La situació dels EUA és paradoxal. El ritme d'activitat mostra símptomes d'acceleració evidents, de manera que l'ensopegada relativa de la primera part del 2016 queda enrere, però aquest context cíclic favorable es veu enfosquit per la incertesa que envolta la política econòmica que seguirà l'Administració Trump. Ara com ara, en qualsevol cas, la màquina continua avançant a bona marxa. Així, per exemple, els indicadors de confiança empresarial (ISM) de manufactures i de serveis es van situar clarament

PIB i IPC mundial

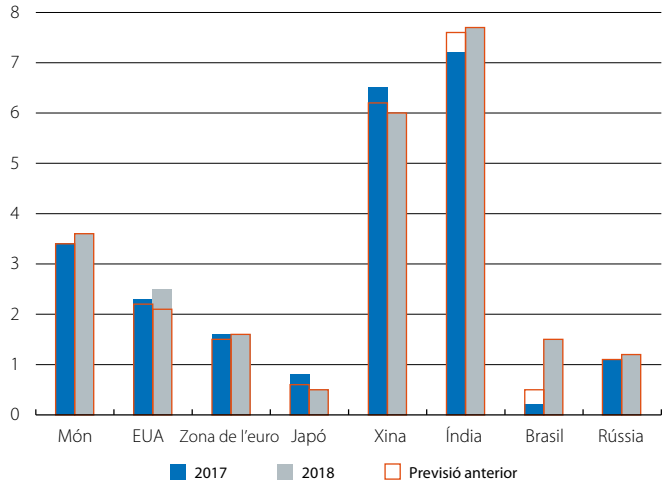
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

FMI: previsions del PIB per al 2017 i el 2018

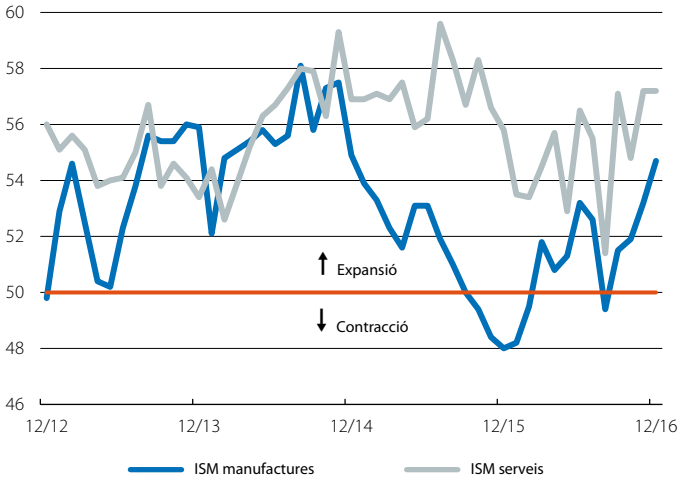
Variació anual (%)



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

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

per damunt del nivell dels 50 punts al desembre i apuntaven a una clara expansió de l'activitat secundària i terciària. Una lectura similar es pot desprendre de l'indicador de confiança del consumidor, que es va situar en el màxim dels 15 últims anys.

La bona tònica del final del 2016 es va confirmar a nivell agregat amb la publicació del PIB del 4T. En aquest període, la taxa d'avanç intertrimestral es va situar en el 0,5% (l'1,9% interanual). Malgrat que es tracta d'un ritme inferior al del 3T, continua sent elevat i, a més a més, presenta una composició (amb una demanda interna robusta) que suggereix una inèrcia de creixement que s'hauria de mantenir en els propers trimestres. Acaba, així, un exercici complicat, farcit de moments d'incertesa i compost per dues fases diferents, un primer semestre amb una taxa de creixement decebedora i un segon semestre de clara expansió econòmica.

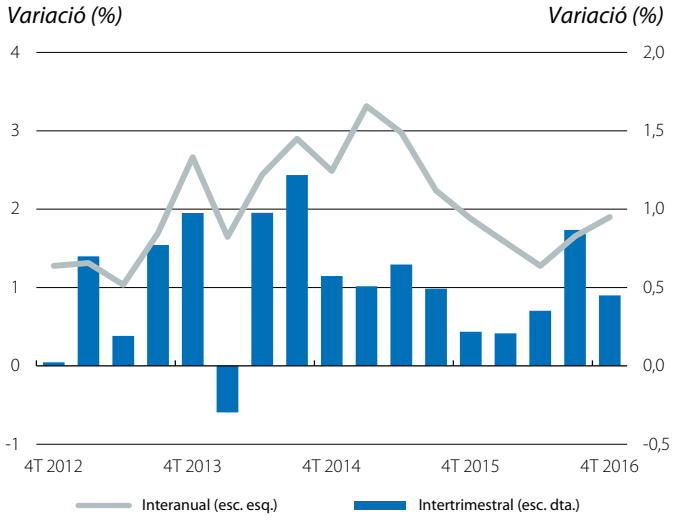
És necessari l'estímul econòmic previst? La reacceleració de l'activitat es dóna en un moment en què l'economia es troba en una situació propera a la plena ocupació. Al desembre, es van crear 156.000 llocs de treball, la qual cosa situa la mitjana mensual de l'any 2016 en 180.000, una xifra elevada. Així mateix, la taxa d'atur va acabar l'any en un baix 4,7%, lluny dels registres del 10% del 2009, i els salaris van continuar avançant de manera significativa (augment del 2,9% interanual, el màxim des del 2009). En aquest context, l'anunci després de les eleccions de realitzar un notable impuls fiscal, mitjançant una combinació de rebaixes tributàries i augment de la inversió pública, ha generat debat, ja que l'estímul podria acabar generant tensions inflacionistes i un major desequilibri comercial, sense que es concreti, en contrapartida, més que una millora limitada en el creixement.

La inflació, a l'avantsala de nivells més elevats. Aquest diagnòstic es veu reforçat per la dinàmica recent de la inflació. Al desembre, l'IPC va créixer el 2,1% interanual, 4 dècimes per damunt del registre del mes anterior, a causa de la contribució dels components de lloguers imputats i d'energia. Tenint en compte la previsió que el preu del petroli creixi en els propers mesos, la inflació se situarà per damunt del 2,5% durant el 1T 2017. Quan els diferents elements que suggereixen un punt de maduresa cíclic se sumen, es comprèn que la Reserva Federal (Fed), després de mesos de dilació, apugés el tipus de referència el desembre, fins al 0,5%-0,75%, i anticipés tres pujades addicionals el 2017 (un escenari que CaixaBank Research comparteix plenament, però no el gros del mercat).

EMERGENTS

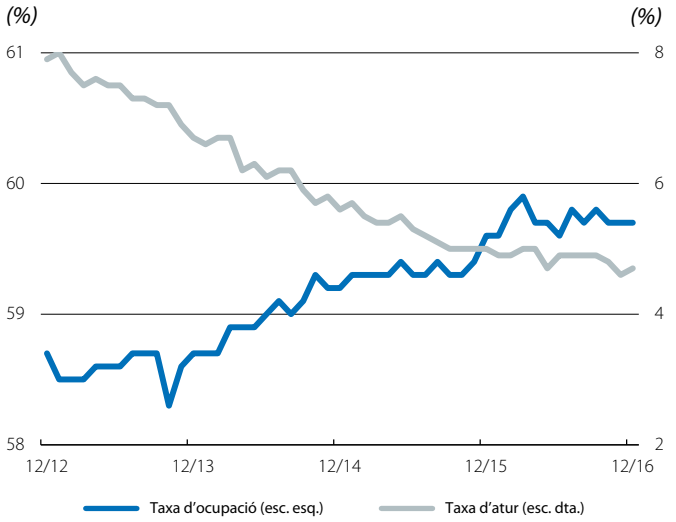
L'activitat econòmica i els fluxos de capitals donen aire als emergents. Després de diversos mesos en què el ritme d'activitat s'havia mogut per un terreny poc definit, en el tram final del 2016, els indicadors d'activitat han enfilat una senda alcista. Certament, es mantenen algunes excepcions a aquesta tònica (Turquia i l'Amèrica Llatina són les més destacables), però, en general, el pols econòmic emergent és més ferm. Aquesta millora ha anat acompanyada d'un moviment de recuperació

EUA: PIB



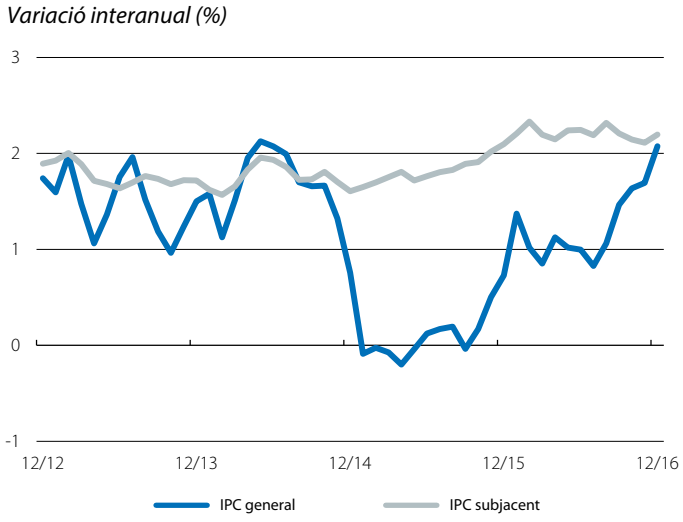
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.*

EUA: mercat laboral



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

EUA: IPC



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

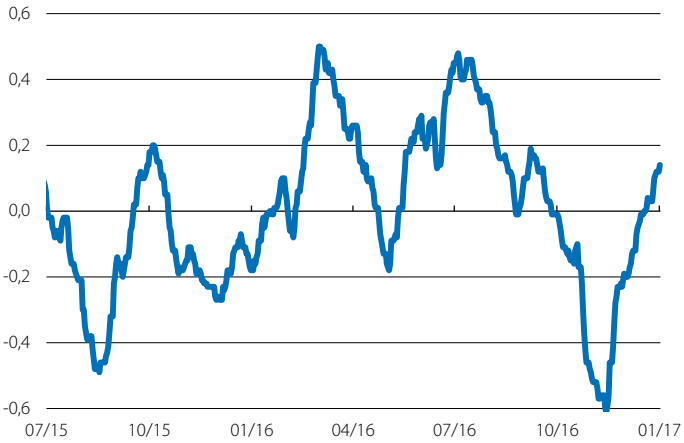
de les entrades netes de capitals en cartera (deute i accions), la qual cosa ha permès que el fort episodi de sortida de capitals dels emergents posterior a la celebració de les eleccions presidencials als EUA s'hagi revertit totalment.

La Xina allunya els dubtes més immediats, però els riscos continuen sent alts. Des de fa uns quants anys, s'escruta amb atenció la dinàmica de creixement xinesa. El gran dubte es troba en el procés de desacceleració econòmica que pilota l'Executiu i que es desenvoluparà de forma ordenada o brusca (el que es coneix com «aterratge suau» enfront d'«aterratge brusc»). Ara com ara, el primer escenari continua sent el més probable. En el 4T 2016, el creixement es va situar en el 6,8%, gairebé idèntic al 6,7% dels tres trimestres precedents, de manera que l'any es va tancar en el 6,7% (el 6,9% el 2015). És un punt de partida ferm per a l'exercici 2017 i que avala la previsió de CaixaBank Research que, enguany, la Xina creixerà el 6,4%. Però aquesta dinàmica d'alentiment dins el guió previst no tempera els dubtes, sobretot un conjunt de riscos financers (deute excessiu, *shadow banking*, etc.), immobiliaris i canviaris.

Rússia i Mèxic, la cara i la creu de la conjuntura emergent. Entre els altres grans emergents, el mes s'ha saldat repartint fortuna de forma dispar. Rússia representa un cas paradigmàtic d'emergent exportador de primeres matèries que, a més a més, és percebut convencionalment amb un balanç de riscos financers menys intensos que en els mesos precedents. La visió de CaixaBank Research és molt menys complaent. Malgrat que, certament, l'activitat és beneficiada per la recuperació del preu del petroli, una part de la millora és més un «rebot» després d'una recessió profunda que una recuperació que pivoti sobre un ajust macroeconòmic sòlid. Malgrat tot, és cert que uns altres emergents de referència mostren perfils de risc més intensos. És la situació, per exemple, de Mèxic. En particular, abunden els dubtes sobre si, finalment, la nova política comercial nord-americana acabarà generant un shock que afecti les bases estructurals de l'economia. Ara com ara, en el 4T 2016, l'economia va créixer el 0,6% intertrimestral, una frenada apreciable en relació amb l'1,0% del 3T. A més a més, els efectes de la notable depreciació del peso durant el 2016 es traslladen als preus dels béns importats, en especial els aliments i la benzina. En aquest últim cas, l'efecte de la liberalització gradual del preu del carburant s'afegeix a l'impacte de la depreciació. Es tracta d'una mesura necessària (els subsidis públics a la benzina equivalen, aproximadament, al 0,7% del PIB), però que, indubtablement, es dóna en un moment delicat.

*Emergents: entrades de capitals en cartera **

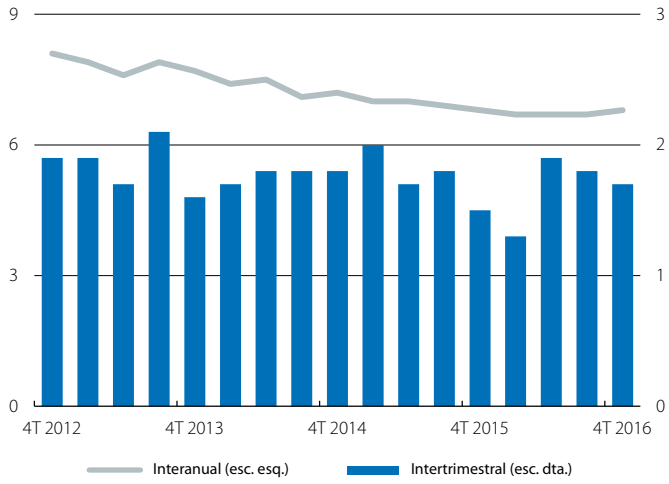
Mitjana mòbil de 28 dies (milers de milions de dòlars)



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

Xina: PIB

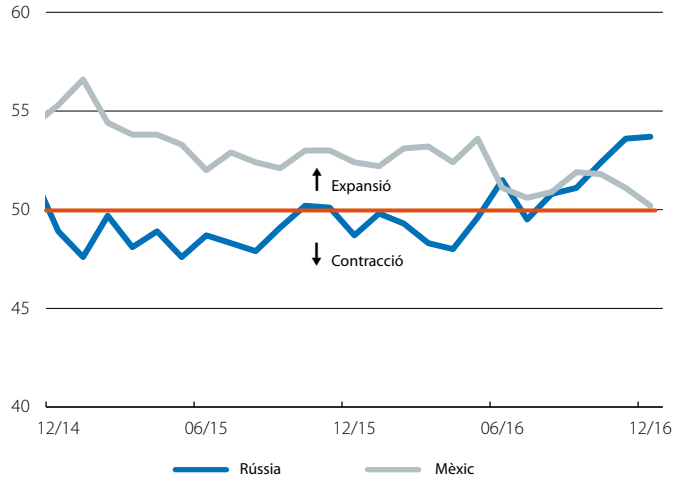
Variació (%) *Variació (%)*



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

Rússia i Mèxic: PMI manufactures

Nivell



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

FOCUS · El *shadow banking* a la Xina: una ombra allargada

A la Xina, més enllà de l'elevat nivell de deute corporatiu, un altre factor que esperona la preocupació sobre l'estabilitat financera és el rol que juga el sector bancari informal, més conegut com *shadow banking*.[1]

La incertesa sobre la veritable dimensió del *shadow banking* és força elevada, ja que les estadístiques oficials no donen una estimació directa. Moody's estima que aquest sector va arribar als 58,3 bilions de iuans al juny del 2016 (el 27,5% del total d'actius bancaris del sector formal).[2] Per se aquesta xifra no és excessivament elevada, ja que representa el 80% del PIB xinès, molt per sota del 150% del PIB que aquest sector representa als EUA. Dit això, el que realment preocupa és el fort creixement que experimenta el sector: segons el Financial Stability Board, el *shadow banking* xinès ha crescut més del 30% anual en els tres últims anys, en relació amb el 10% a la resta del món.

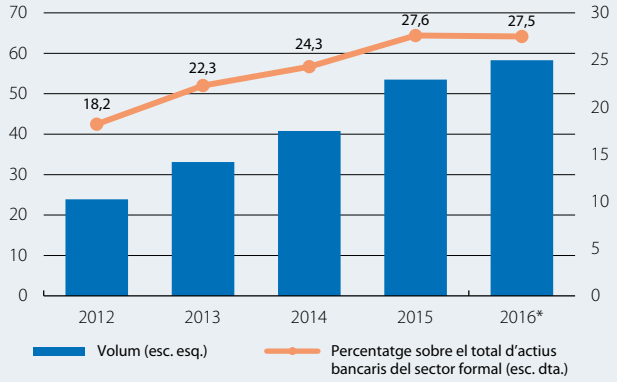
Si analitzem la configuració del *shadow banking*, destaquen, en primer lloc, els productes de gestió del patrimoni (WMP, per les sigles en anglès), que representen el 44% del total del sector i el volum dels quals s'ha duplicat des del 2014.[3] Els WMP són productes d'estalvi, normalment a curt termini, que ofereixen una rendibilitat elevada i que, en molts casos, s'inverteixen en actius amb un risc alt. Atès el mal ús que sovint es fa d'aquests productes, recentment, les autoritats reguladores xineses han obligat les entitats financeres amb un capital net inferior a 5.000 milions de iuans que inverteixin els WMP en actius amb un risc limitat, com el deute públic. En segon lloc, amb el 21%, tenim els *entrusted loans*, que són crèdits entre empreses. No són considerats préstecs bancaris i s'han utilitzat, en bona part, per concedir crèdits amb un tipus d'interès (i un risc) elevat, malgrat que convé matisar que aquí el *shadow banking* actua de simple intermediari per facilitar l'operació i, per tant, no assumeix cap risc, com a mínim, de forma directa. Els segueixen amb el 10% del total els trust loans, préstecs oferts per institucions financeres del sector informal.

En teoria, l'expansió del sector bancari informal podria ser positiva si ajudés a diversificar els riscos financers. No obstant això, aquest no ha estat el cas a la Xina, ja que les activitats del *shadow banking* s'han canalitzat cap a vehicles i pràctiques financeres amb un risc elevat, i moltes vegades amb la participació del sector bancari formal. Així, per exemple, el 15% dels WMP ha estat comprat per bancs del sector formal al mercat interbancari, percentatge només del 3% al final del 2014. Un element inquietant que cal tenir en compte és que molts bancs tradicionals, amb l'ajuda del *shadow banking*, han reclassificat préstecs, molts d'ells dubtosos, en altres productes financers que requereixen provisions molt menors. Com aquests préstecs reclassificats presenten, en realitat, un risc elevat que no ha estat provisionat de manera adequada i els bancs no han aconseguit, en una bona part dels casos, transferir el risc, aquesta pràctica podria generar tensions importants en el sistema financer. De fet, segons Bloomberg, es calcula que aquests «préstecs a l'ombra» representaven el 15% del PIB al juny del 2016. Els bancs comercials regionals petits i mitjans han estat especialment proclius a abusar de les males praxis, i això explica la intervenció recent dels reguladors xinesos per limitar l'exposició d'aquests bancs als WMP.

1. El *shadow banking*, que, en anglès, significa «banca a l'ombra», és el conjunt d'entitats financeres, d'infraestructura i de pràctiques que sustenten operacions financeres que succeeixen fora de l'abast de les entitats reguladores.
2. Altres estimacions més conservadores, realitzades per *The Economist*, el situen al voltant dels 40 bilions de iuans.
3. Vegeu el Focus «El sistema financer xinès: un gegant amb peus de fang?», de l'IM11/2016, per a més detalls sobre els *wealth management products* (WMP).

Xina: dimensió del shadow banking

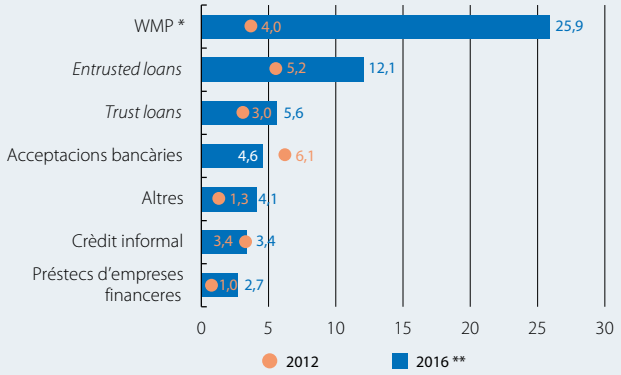
(Bilions de iuans) *(%)*



Nota: ** Les dades del 2016 corresponen a la primera meitat de l'any.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central de la Xina, de Moody's, de la China Trustee Association i del China's Wealth Management Registrations System.*

Xina: composició del shadow banking

(Bilions de iuans)



Notes: ** Els* wealth management products *(WMP) que es computen al* shadow banking *són la suma dels WMP que els bancs han tret fora de balanç i dels WMP venuts pels intermediaris financers del sector informal, principalment* trust companies *i empreses de corretatge.*
*** Les dades del 2016 corresponen a la primera meitat de l'any.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Central de la Xina, de Moody's, de la China Trustee Association i del China's Wealth Management Registrations System.*

FOCUS · Alentiment del comerç mundial: el paper del proteccionisme

El comerç internacional ha estat una font important de creixement econòmic en les últimes dècades, tant per als països emergents com per als avançats.[1] No obstant això, en els cinc últims anys, hem observat una desacceleració substancial de les taxes d'avanç. Diversos factors expliquen aquesta desacceleració, i un dels que genera més polèmica és l'augment del proteccionisme, en especial després de la victòria de Donald Trump i de les seves promeses d'imposar importants aranzels a les importacions xineses i mexicanes.[2]

El comerç va rebre un fort impuls durant els anys vuitanta i noranta. En aquest període, es va dur a terme la Ronda d'Uruguai, l'acord multilateral més ampli i reeixit de la història, que es va desenvolupar entre el 1986 i el 1994 i que va incloure 123 països, va versar sobre un extens ventall de sectors i va culminar amb la formació de l'Organització Mundial del Comerç (OMC) el 1995. També van destacar els acords de caràcter regional d'Europa (Acta Única Europea el 1986) i d'Amèrica del Nord (NAFTA el 1994) i l'ingrés de la Xina a l'OMC el 2001. No obstant això, de llavors ençà, els acords multilaterals per liberalitzar el comerç han estat gairebé inexistents.

A tot plegat s'ha afegit, en els últims anys, un augment de les polítiques comercials proteccionistes. La pertinença d'un gran nombre de països a l'OMC limita l'ús de les mesures més comunes, com l'augment dels aranzels o les restriccions a les importacions, de manera que ara molts governs han implementat mesures proteccionistes més difícils de detectar, com les ajudes al finançament empresarial. Així, segons les dades recollides per la Global Trade Alert (GTA), que té en compte aquestes mesures menys convencionals, el 2015, es van duplicar el nombre de noves mesures discriminatòries cap a les empreses estrangeres en relació amb el 2014, de 500 a 1.000, i tot fa pensar que la tendència a l'alça es va mantenir el 2016 (vegeu el primer gràfic). En la mateixa línia, i segons l'OMC, el nombre total de mesures proteccionistes vigents cap a la meitat del 2016 es va situar gairebé quatre vegades per damunt del registre del 2010, 1.263 en relació amb 324 (vegeu el segon gràfic).[3]

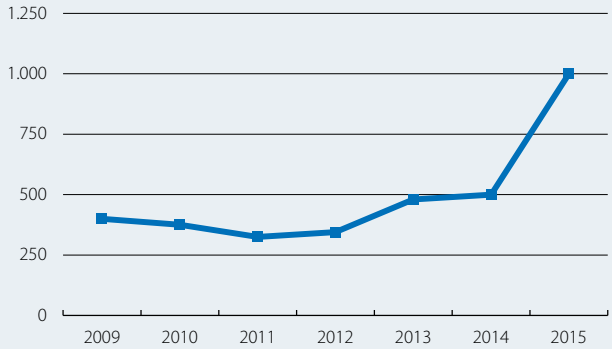
Malgrat l'augment evident del proteccionisme, sembla que el paper que ha jugat en la feble evolució del comerç mundial ha estat, fins avui, limitat, ja que, segons la GTA, les mesures imposades han afectat menys del 2% dels fluxos comercials. L'FMI, en l'últim informe sobre perspectives globals, també comenta que el proteccionisme ha tingut un efecte reduït sobre la desacceleració comercial. De fet, el Fons analitza l'efecte del proteccionisme juntament amb l'alentiment del procés comercial liberalitzador, ja que, a la pràctica, els dos factors estan entrellaçats, conclou que aquest segon element tampoc ha estat clau en el canvi del patró comercial.

Des de l'OCDE, però, el missatge és una mica menys optimista. Atribueix als dos elements (moviment proteccionista i frenada del procés liberalitzador) el 25% de la desacceleració comercial dels cinc últims anys, però subratlla que el gros de l'efecte prové del menor ritme en el procés liberalitzador del comerç. De tota manera, si l'augment del proteccionisme continua, també acabarà llastant el comerç global.

1. Vegeu Grossman, Gene M. i Elhanan Helpman (1990), «Trade, Innovation, and Growth», American Economic Review, 80.2: 86-91, per a la causalitat que s'estableix entre comerç internacional i creixement econòmic.
2. Vegeu el Focus «Alentiment del comerç mundial i inversió», en l'IM12/2016, en què es presenta la feblesa del component inversor com un element clau que explica l'alentiment dels fluxos comercials globals.
3. És rellevant esmentar la dificultat que planteja quantificar el nombre de mesures proteccionistes, ja que, per evitar l'escrutini de l'OMC, sovint són amagades sota el paraigua d'altres polítiques. Així, la sèrie que elabora la GTA difereix de manera substancial de l'elaborada per l'OMC, ja que la GTA intenta capturar aquestes mesures més opaques. En particular, la GTA estima que les mesures discriminatòries comptabilitzades per l'OMC subestimen la realitat en més del 50%. En aquest sentit, i malgrat que els dos gràfics del Focus mostren un augment del proteccionisme, el segon (que reflecteix l'stock) no es pot elaborar a partir del primer (que reflecteix els fluxos), ja que procedeixen de fonts diferents.

*Polítiques proteccionistes: noves mesures **

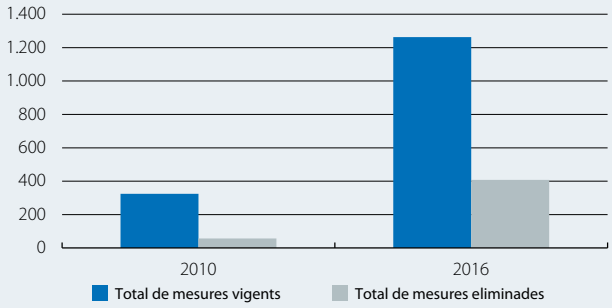
Nombre de noves mesures discriminatòries implementades a nivell mundial



Nota: ** Inclouen, entre altres mesures, aranzels, finançament privilegiat al comerç exterior, requisits de localització o ajudes públiques.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Global Trade Alert.*

*Polítiques proteccionistes: mesures vigents i eliminades **

Nombre de mesures



Nota: ** Mesures proteccionistes comptabilitzades des del 2008 pels països del G20. D'aquestes mesures, es comptabilitzen les vigents fins avui i el total eliminat fins avui. Les dades corresponen a l'octubre de cada any. Vegeu la nota 3 del text per a més detalls sobre les diferències entre les mesures comptabilitzades per l'OMC i per la GTA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OMC.*

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	11/16	12/16
Activitat									
PIB real	2,4	2,6	1,9	1,6	1,3	1,7	–	1,9	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,3	3,6	4,0	4,4	3,6	4,2	4,0	3,1
Confiança del consumidor *(valor)*	86,9	98,0	96,0	96,0	94,8	100,7	100,8	109,4	113,7
Producció industrial	2,9	0,3	–1,6	–1,6	–1,1	–1,0	–0,7	–0,7	0,5
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	55,6	51,3	48,6	49,8	51,8	51,2	52,0	53,5	54,5
Habitatges iniciats *(milers)*	1.001	1.108	1.135	1.151	1.159	1.145	1.320	1.102	1.226
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	171	179	183	187	188	188	190	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	6,2	5,3	5,0	4,9	4,9	4,9	4,8	4,6	4,7
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,0	59,3	59,4	59,8	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,6	–2,7	...
Preus									
Preus de consum	1,6	0,1	0,5	1,1	1,0	1,1	1,6	1,7	2,1
Preus de consum subjacent	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2

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

JAPÓ

	2014	2015	4T 2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16
Activitat									
PIB real	0,2	1,2	1,2	0,3	0,9	1,0	–	...	–
Confiança del consumidor *(valor)*	39,3	41,3	42,2	41,4	41,2	42,1	42,3	40,9	43,1
Producció industrial	2,1	–1,2	–1,1	–3,2	–1,7	0,5	0,2	2,9	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,5	12,8	12,0	6,0	6,0	6,0	–	10,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,6	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	3,0	3,1	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,5	–0,5	–0,5	–0,2	0,1	0,5	0,8	0,9	1,0
Preus									
Preus de consum	2,8	0,8	0,2	0,0	–0,3	–0,5	0,2	0,5	0,3
Preus de consum subjacent	1,8	1,0	0,7	0,6	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0

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	11/16	12/16
Activitat									
PIB real	7,3	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	–	6,8	–
Vendes al detall	12,0	10,7	11,1	10,3	10,2	10,5	10,0	10,8	10,9
Producció industrial	8,3	6,1	5,9	5,9	6,1	6,1	6,1	6,2	6,0
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,7	49,9	49,7	49,5	50,1	50,2	51,2	51,7	51,4
Sector exterior									
Balança comercial [1] *(valor)*	383	608	608	588	576	554	541	532	513
Exportacions	6,0	–2,3	–5,2	–14,3	–7,5	–7,0	–7,9	–1,5	–6,1
Importacions	0,4	–14,2	–11,8	–14,1	–7,1	–4,7	–1,9	4,7	3,1
Preus									
Preus de consum	2,0	1,4	1,5	2,1	2,1	1,7	2,1	2,3	2,1
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	5,60	4,35	4,35	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	6,8	6,9

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

CONJUNTURA · La zona de l'euro comença el 2017 amb un creixement més ferm

Perspectives d'una recuperació més sòlida malgrat la persistència de riscos. El 2017, amb el suport de la demanda domèstica, l'economia de la zona de l'euro continuarà avançant a un ritme semblant al del 2016. Així ho reflecteixen les noves previsions de l'FMI, que apunten a un creixement de l'1,6% el 2017 i el 2018, xifres semblants a l'escenari de CaixaBank Research (l'1,5% el 2017 i l'1,6% el 2018). Malgrat que les previsions indiquen una lleugera desacceleració en relació amb el 2016, aquest alentiment és degut a la menor embranzida de factors temporals especialment favorables durant els dos últims anys (baix preu del petroli i depreciació de l'euro). La demanda domèstica continuarà guanyant solidesa, amb el suport de factors de fons, entre els quals destaquen la recuperació gradual del mercat laboral i la millora de la confiança empresarial. A més a més, el consum privat i la inversió es continuaran beneficiant d'unes condicions financeres molt acomodatícies, atès que no s'esperen novetats en la política monetària del BCE fins al final de l'any. No obstant això, davant aquestes perspectives favorables, la zona de l'euro es troba en un entorn d'elevada incertesa política. Al final del 1T 2017, començaran les negociacions del *brexit* amb el Regne Unit, que es presenten complexes, i se sumaran a un carregat calendari electoral a la zona de l'euro (eleccions als Països Baixos, França, Alemanya i, potser, Itàlia).

El PIB del Regne Unit va avançar el 0,6% intertrimestral en el 4T i va tancar l'any 2016 amb un creixement del 2,0%. Aquesta solidesa de l'activitat ha sorprès el consens d'analistes, que esperava una desacceleració important de l'economia després de la victòria a favor del *brexit* en el referèndum del juny. Malgrat que la rapidesa del relleu polític al capdavant del Govern britànic i la política monetària expansiva del Banc d'Anglaterra han estat claus per mitigar l'impacte sobre l'activitat, la lliura va tancar el 2016 amb una depreciació del 14% enfront de l'euro i del 16% enfront del dòlar. Això indica un empitjorament del sentiment inversor cap al Regne Unit i, a més a més, provocarà un repunt important de la inflació el 2017. La conseqüent pèrdua de poder adquisitiu, juntament amb la incertesa sobre les complexes negociacions amb la UE, que s'iniciaran en el 2T 2017, es podria traduir en un menor dinamisme de l'economia enguany.

Lleugera acceleració del PIB de la zona de l'euro en el 4T, amb un avanç intertrimestral del 0,5% i amb la demanda domèstica com a motor de l'economia. Amb aquesta dada, la zona de l'euro va avançar l'1,7% en el conjunt de l'any, una xifra raonablement bona atesa la repetició d'episodis d'inestabilitat financera i d'incertesa política al llarg del 2016. Per països, es va donar a conèixer la dada d'Espanya (el 0,7% intertrimestral) i la de França (el 0,4%). Malgrat que l'economia francesa va mostrar

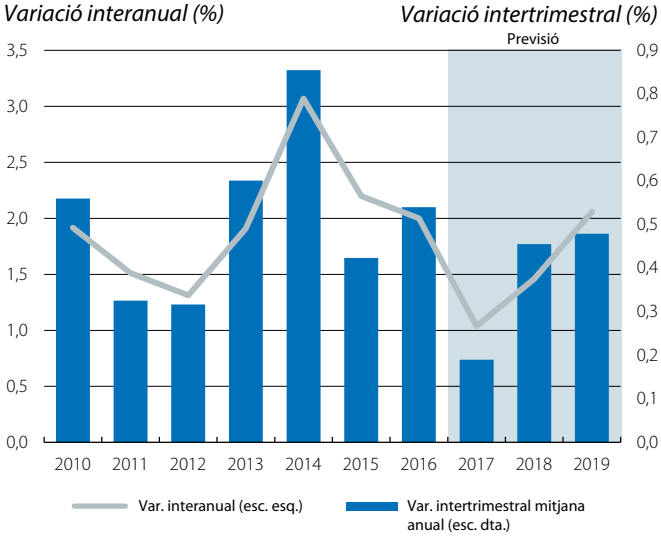
Zona de l'euro: previsions de l'FMI

Variació anual (%)

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

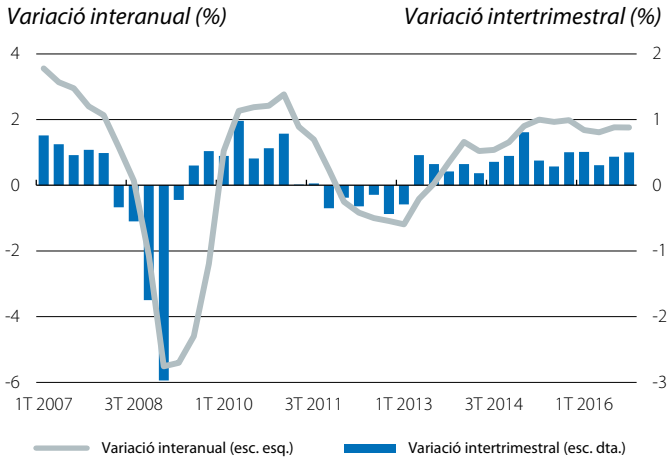
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI (WEO, gener del 2017).*

Regne Unit: PIB



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Office for National Statistics.*

Zona de l'euro: PIB



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

un to més positiu en la segona meitat del 2016, les perspectives de creixement per al 2017 continuen sent moderades (l'1,1%, segons CaixaBank Research), de manera que l'ambició reformista del president que surti escollit en les eleccions de la propera primavera serà fonamental.

Els indicadors d'activitat donen suport a la lleugera acceleració del creixement de la zona de l'euro. L'índex de sentiment empresarial compost (PMI) de la zona de l'euro es va situar en els 54,3 punts al gener, un registre similar al del mes anterior (54,4) i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Per països, va destacar la bona dada de França (53,8), que s'afegeix a la millora ja observada al desembre. D'aquesta manera, els indicadors continuen apuntant a un ritme de creixement de l'activitat lleugerament superior al començament de l'any.

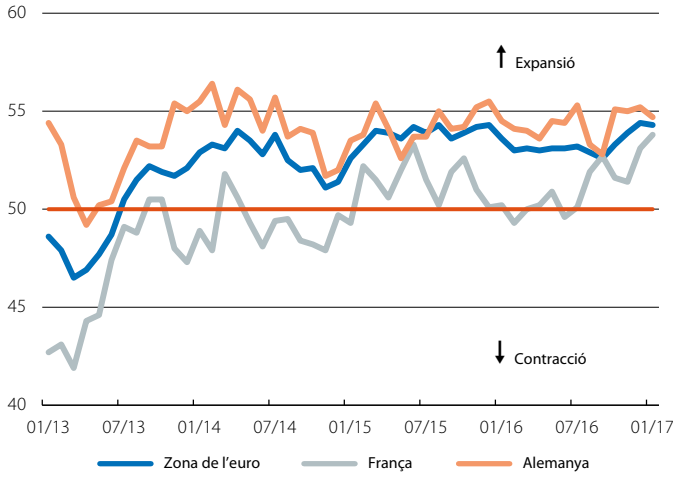
Els indicadors de consum reflecteixen la bona marxa de la demanda domèstica. A la zona de l'euro, les vendes al detall van créixer per damunt del 2% a l'octubre (el 2,8%) i al novembre (el 2,2%), els millors registres de l'any. De la mateixa manera, l'índex de confiança del consumidor va assolir els –4,9 punts al gener, el seu màxim dels 21 últims mesos. En conjunt, els indicadors mostren que el consum privat es manté com el motor de la recuperació, situació que es mantindrà al llarg del 2017, gràcies, en part, al suport de la política monetària expansiva del BCE.

La millora de l'activitat es trasllada, de forma gradual, al mercat laboral. La taxa d'atur de la zona de l'euro va tancar l'any en el 9,6%, 0,9 p. p. per sota del registre del desembre del 2015 i la taxa més baixa des del 2009. Aquest descens de l'atur va ser generalitzat a gairebé tots els països de la zona de l'euro. L'excepció més destacable és Itàlia, on la taxa d'atur va augmentar fins al 12,0%, 0,4 p. p. per damunt del registre del desembre del 2015. De cara al 2017, la millora del mercat laboral prosseguirà a un ritme gradual i contribuirà a reforçar l'avanç de la demanda domèstica i de l'activitat de la zona de l'euro.

La inflació repunta segons les previsions. La inflació general de la zona de l'euro, mesurada a partir de l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), es va situar en l'1,8% al gener. La important recuperació de la inflació general que s'observa des del juny del 2016 procedeix, principalment, de la correcció de l'efecte base de les caigudes del preu del petroli que es van succeir el 2014 i el 2015 i és un factor que continuarà present en els propers mesos. Per la seva banda, la recuperació de la inflació subjacent, indicativa de les tendències inflacionistes a mitjà termini, avança de forma més gradual (el 0,9% al gener, el mateix registre que en el mes anterior). Esperem que aquest augment gradual de la inflació subjacent prosseguei al llarg del 2017, gràcies al creixement de l'activitat i a la millora del mercat laboral. En concret, la inflació general i la subjacent aconseguiran valors propers a l'1,5% al final de l'any. Malgrat que encara no s'apropa prou a l'objectiu del 2%, amb aquests registres el BCE tindrà els indicis necessaris d'una tendència sostinguda de recuperació de la inflació per començar a retirar l'estímul monetari al llarg del 2018.

Indicador d'activitat PMI compost

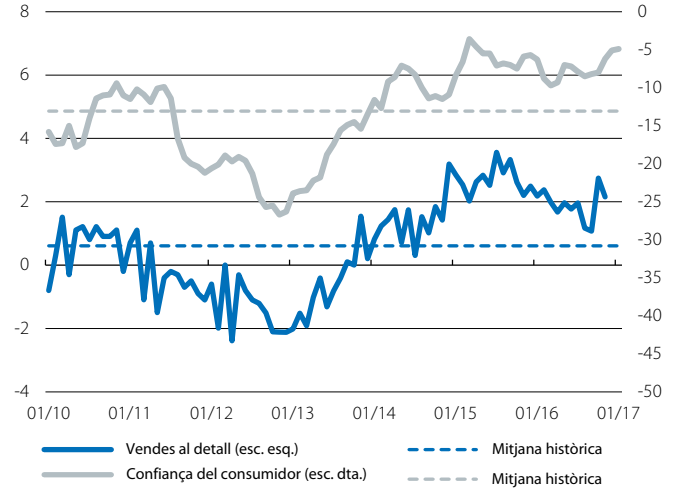
Nivell



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

Zona de l'euro: indicadors de consum

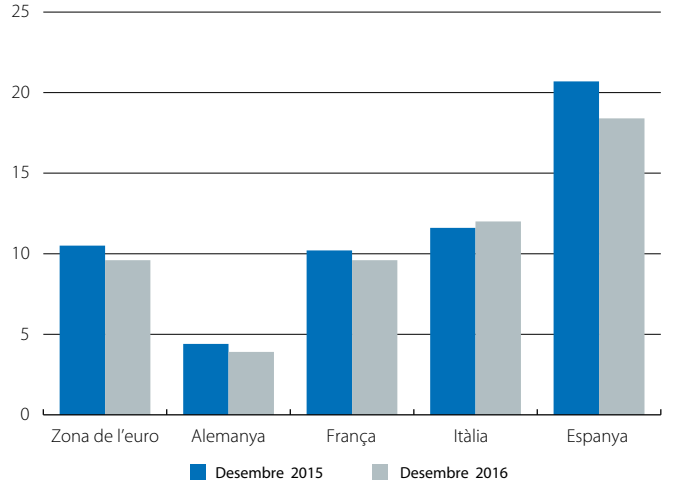
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Taxa d'atur

(%)



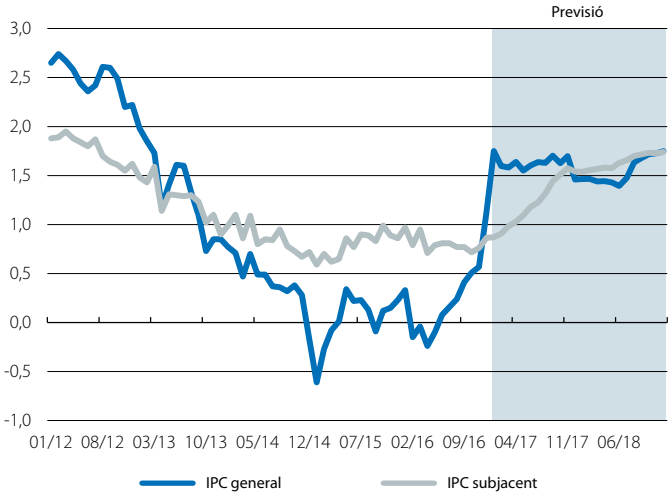
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Les condicions financeres es mantenen molt laxes. Amb la renovació de l'estímul monetari del BCE en la reunió del desembre (prolongació del QE fins al desembre del 2017 a un ritme de compres mensuals inferior), les condicions financeres es mantindran extraordinàriament acomodatícies al llarg del 2017. En aquest entorn monetari lax, la demanda de crèdit va continuar augmentant en tots els segments en el 4T 2016, segons ho mostra l'Enquesta sobre Préstecs Bancaris del gener del 2017, i s'espera que aquesta tendència continuï en el 1T 2017. A més a més, l'enquesta també mostra que les llars van disposar de més facilitats per a l'obtenció de préstecs al consum. Tot plegat indica que les condicions financeres continuaran donant suport a l'avanç de la demanda domèstica.

El nivell de deute públic es manté elevat i es redueix de forma molt gradual. Al conjunt de la zona de l'euro, el deute públic es va situar en el 90,1% del PIB en el 3T 2016, gairebé en el mateix nivell que en el 3T 2015 (el 91,5% del PIB). Aquesta estabilitat del deute públic, però, amaga comportaments dispars entre països. En concret, el deute públic es redueix més ràpidament en països que partien, el 2015, d'un nivell de deute més baix, com Alemanya (el 69,4% en el 3T 2016, –2,6 p. p. en relació amb el 3T 2015), Irlanda (el 77,1% en el 3T 2016, –8,5 p. p. en relació amb el 3T 2015) i els Països Baixos (61,9 p. p. en el 3T 2016, –4,3 p. p. en relació amb el 3T 2015). En canvi, en països amb nivells més elevats de deute (Bèlgica, Espanya, França, Itàlia i Portugal), l'endeutament públic s'ha mantingut gairebé estable o, fins i tot, ha augmentat. En un context en què el pes de les mesures d'estímul recau desproporcionadament sobre la política monetària, els països amb marge fiscal poden aprofitar-lo per impulsar el creixement i permetre un major equilibri entre les polítiques monetària i fiscal. No obstant això, és important que els països amb un nivell més elevat d'endeutament públic n'encarin la reducció de manera més ferma per acostar-se a nivells més sostenibles.

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

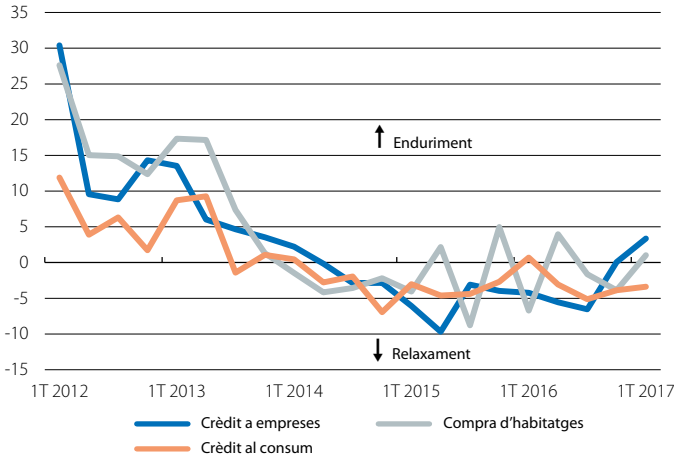
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: enquesta sobre préstecs bancaris

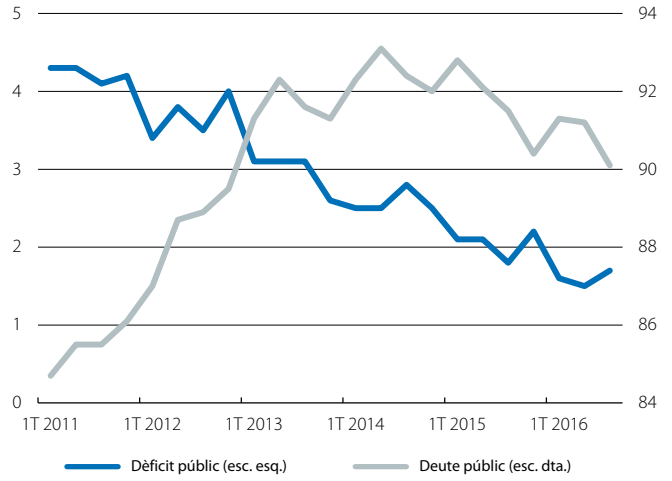
Entitats que endureixen (+) o relaxen (–) els criteris d'aprovació dels préstecs (% net)



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

Zona de l'euro: dèficit i deute públic

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



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

FOCUS · Paritat, aquesta vegada sí?

Des que, a l'abril del 2008, el tipus de canvi entre l'euro i el dòlar va assolir el màxim històric d'1,6 dòlars per euro, la moneda única ha anat perdent posicions en relació amb el dòlar. Això ha estat motivat, en part, per la divergència creixent entre la política monetària de la Reserva Federal (Fed) i la del BCE: mentre que, als EUA, la Fed ha començat a apujar el tipus de referència, a Europa, els tipus d'interès s'han mantingut relativament estables. Més recentment, l'elecció de Donald Trump i la possibilitat que la seva Administració dugui a terme una política fiscal expansiva en una economia que opera prop de la plena capacitat productiva han fet augmentar les expectatives d'inflació als EUA, la qual cosa ha ampliat el diferencial de rendibilitat entre els bons nord-americans i els europeus (en especial, en el tram llarg de la corba).

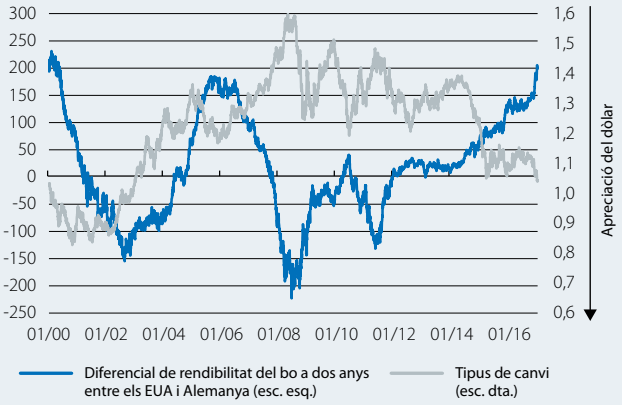
Com ho mostra el primer gràfic, quan augmenta la diferència entre el tipus d'interès del bo nord-americà a dos anys i el tipus d'interès del bo alemany a dos anys (*spread*), l'euro se sol depreciar en relació amb el dòlar. Per exemple, al llarg del 2014, quan l'*spread* dels bons a dos anys va augmentar en 62 p. b., l'euro es va depreciar el 12% en relació amb el dòlar. Això va succeir quan les polítiques monetàries de la Fed i del BCE van començar a divergir: mentre la Fed duia a terme una reducció sostinguda del programa de compres d'actius (*tapering*), el BCE anunciava la implementació de mesures de política monetària no convencionals. De llavors ençà, les diferències entre els tipus d'interès han augmentat i l'euro ha continuat perdent valor en relació amb el dòlar.

El 2017, tot fa pensar que la divergència entre la política monetària que es durà a terme als EUA i la de la zona de l'euro continuarà augmentant. Mentre que la Fed apujarà el *fed funds rate* en 0,75 p. p., segons les previsions dels membres del comitè de govern de la Fed (vegeu el Focus «L'estratègia de la Fed el 2017: passos més ferms, però cautelosos», en aquest *Informe Mensual*), el BCE ha anunciat que allargarà el programa de compra d'actius fins al desembre del 2017, i no s'espera que comenci a apujar el tipus de referència fins a mitjan 2019. Per identificar l'impacte directe dels tipus d'interès sobre el tipus de canvi, analitzem la relació històrica entre el diferencial d'interessos i el tipus de canvi en els dies en què hi ha hagut reunió del comitè de govern de la Fed (FOMC).[1] Els resultats revelen que, malgrat que l'apreciació del dòlar ha estat molt important en els últims trimestres, encara té un cert recorregut. Per exemple, si, tal com preveu el consens d'analistes, l'augment de l'*spread* és de 20 p. b. el 2017, el dòlar s'apreciaria l'1,7% enguany. En canvi, si es confirmen les previsions de CaixaBank Research i l'*spread* augmenta en 75 p. b., el dòlar s'aproparà molt a la paritat amb l'euro.

No obstant això, més enllà de la tendència a apreciar-se del dòlar, la volatilitat del tipus de canvi continuarà sent relativament alta, en part per l'elevada incertesa dels factors que han de guiar les polítiques monetàries de la Fed i del BCE, com l'efecte de les polítiques de l'Administració Trump, les conseqüències del *brexit* o les conteses electorals europees dels propers mesos.

Diferencial de rendibilitat entre els EUA i Europa i tipus de canvi

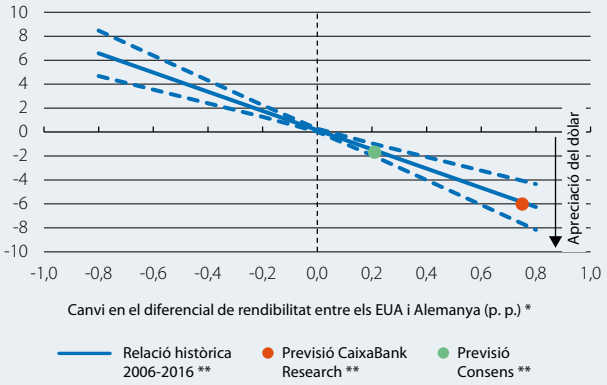
(p. b.) *(Dòlars per euro)*



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

Impacte dels canvis en el diferencial de rendibilitat sobre el tipus de canvi

Variació del tipus de canvi ($/€)



Notes: *Les previsions fan referència a l'augment de l'*spread *esperat entre el 4T 2016 i el 4T 2017. Interval de confiança: 95%. * Diferencial de rendibilitat del deute públic a dos anys. ** Es calcula analitzant la relació entre el diferencial de rendibilitat i el tipus de canvi en els dies en què es reuneix el comitè de govern de la Fed (FOMC).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream i de Bloomberg.*

1. El període de referència analitzat és 2006-2016.

FOCUS · L'impacte de la demografia sobre el mercat laboral: desafiament superable?

Sovint, la demografia s'esmenta com un dels factors que afectarà de manera negativa el creixement de la zona de l'euro. En concret, preocupa la reducció de la població en edat de treballar, que, a la zona de l'euro, va començar a disminuir el 2010 i que, en els cinc últims anys, presenta, de mitjana, un ritme de descens del 0,16% anual.

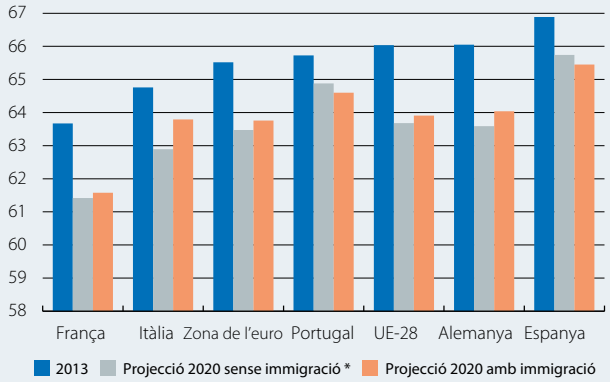
Les previsions demogràfiques indiquen que la població de la zona de l'euro, que va augmentar dels 332 milions del 2010 fins als 335 milions del 2015, es reduirà lleugerament fins als 333 milions el 2020 si no es produeixen fluxos migratoris en termes nets.[1] No obstant això, no tots els grups d'edat tindran la mateixa evolució: el nombre d'individus en edat laboral, entre els 15 i els 64 anys, es reduirà a una velocitat superior: entre el 2015 i el 2020, disminuirà, de mitjana, el 0,3% anual. Així, el percentatge de població en edat laboral sobre el total es reduirà de manera significativa en aquest breu període, del 65,1% fins al 63,5%. S'espera que la disminució de la població en edat de treballar sigui generalitzada a tots els països de la zona de l'euro, i és preocupant, ja que, entre altres coses, podria reduir el creixement si no augmenta l'increment de la productivitat, o si no augmenten els fluxos migratoris o la participació laboral.

Si ens centrem en els fluxos migratoris, segons les projeccions de la Comissió Europea, permetran que la població en edat laboral al conjunt de la zona de l'euro augmenti l'1,6% entre el 2015 i el 2020. No obstant això, les diferències entre països són importants. En alguns països, les sortides netes d'immigrants podrien reduir encara més la població en edat laboral, com a Espanya (–1,6%) o a Portugal (–1,4%). En canvi, s'espera que la immigració l'augmenti a Alemanya (+2,5%) i a Itàlia (+4,6%). Cal tenir en compte que hi ha molta incertesa sobre els fluxos migratoris, ja que els factors econòmics i geopolítics els poden modificar ràpidament.

La preocupació sobre la possible reducció de la població en edat laboral queda encara més matisada quan es té en compte la possible contribució d'una major participació laboral. El 72,5% de la població en edat laboral (uns 158 milions) estava ocupada o buscant feina el 2015. Un augment de la taxa de participació d'1,0 p. p. entre el 2015 i el 2020, fins al 73,5%, mantindria el nivell de població activa constant (vegeu el segon gràfic).[2] De fet, la Comissió Europea preveu que, per al conjunt de la zona de l'euro, la participació assoleixi el 73,6% el 2020, la qual cosa representaria un lleuger augment de la població activa. Les dones de totes les edats i els treballadors entre 55 i 64 anys són els que augmentaran més la seva participació laboral, fins al 68,7% (+2,5 p. p.) i el 63,3% (+8,5 p. p.), respectivament, tot i que encara podrien fer-ho més si ho comparem amb la participació dels homes (el 78,5% el 2020) i de les persones entre 25 i 54 anys (el 86,1%). També en aquest àmbit les diferències entre països continuaran sent importants, i, en alguns, el marge per augmentar la taxa de participació continuarà sent ampli. A Itàlia, un país on, històricament, ha estat difícil per a les dones combinar treball i família, la taxa de participació laboral femenina prevista, del 56,6% el 2020, continuarà sent molt baixa. Per la seva banda, França continuarà amb una baixa participació de les persones de més de 54 anys, amb una taxa del 55,4% el 2020, a causa de la seva sortida del mercat laboral, molt anterior que en altres països veïns.

Població en edat laboral

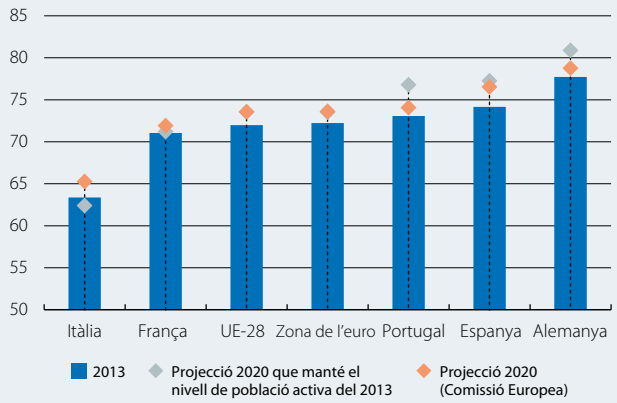
(% de la població total)



Nota: ** La projecció sense immigració assumeix que els fluxos migratoris internacionals nets són zero.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

Taxa de participació laboral

Població activa (% de la població entre 15 i 64 anys)



Nota: *Les projeccions de població de la Comissió Europea corresponen a EUROPOP2013, que utilitzen el 2013 com a any base.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

1. Totes les projeccions esmentades en aquest article s'han calculat a partir de les previsions de la Comissió Europea «The 2015 Ageing Report», que utilitzen les projeccions de població d'Eurostat EUROPOP2013.
2. Inclosa la contribució de la immigració.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16	01/17
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,4	2,7	2,2	1,7	1,3	3,0	2,3	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	0,9	2,0	1,3	1,1	1,2	0,8	3,2	...	...
Confiança del consumidor	–10,2	–6,2	–8,3	–7,8	–8,2	–8,0	–6,2	–5,1	–4,9
Sentiment econòmic	101,5	104,2	104,0	104,3	104,3	106,4	106,6	107,8	108,2
PMI manufactures	51,8	52,2	51,7	52,0	52,1	53,5	53,7	54,9	55,1
PMI serveis	52,5	54,0	53,3	53,1	52,6	52,8	53,8	53,7	53,6
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	0,6	1,0	1,4	1,4	1,2	–	...	–	–
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	11,6	10,9	10,3	10,1	10,0	9,8	9,8	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	5,0	4,6	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	...	...
França *(% pobl. activa)*	10,3	10,4	10,2	9,9	10,1	9,7	9,5	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	12,6	11,9	11,6	11,6	11,6	11,8	11,9	...	...
Espanya *(% pobl. activa)*	24,5	22,1	20,4	20,1	19,4	19,2	19,2	...	...

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	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16
Saldo corrent: zona de l'euro	**2,5**	**3,2**	**3,2**	**3,5**	**3,4**	**3,5**	**3,6**	**...**
Alemanya	7,3	8,3	8,5	8,9	8,7	8,6	8,6	...
França	–1,1	–0,2	–0,8	–0,8	–1,1	–1,3	–1,2	...
Itàlia	1,9	1,6	1,9	2,3	2,6	2,7	2,8	...
Espanya	1,1	1,4	1,4	1,7	1,9	1,9	2,0	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**101,8**	**92,3**	**94,1**	**94,8**	**95,1**	**95,4**	**94,9**	**94,2**

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

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres [1]	–2,6	–0,4	1,2	1,7	2,0	2,2	2,1	2,3
Crèdit a les llars [1, 2]	–0,1	0,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)*	2,0	1,6	1,4	1,4	1,3	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	1,8	1,8	1,8	1,8	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	6,0	11,1	11,2	10,1	9,5	8,8	9,4	9,7
Altres dipòsits a curt termini	–2,0	–3,8	–2,4	–1,8	–1,2	–1,5	–1,7	–2,4
Instruments negociables	–7,2	2,6	–1,0	2,3	5,6	1,8	2,8	8,3
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	1,3	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	...

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

CONJUNTURA · Espanya: creixement robust el 2016 i perspectives positives per al 2017

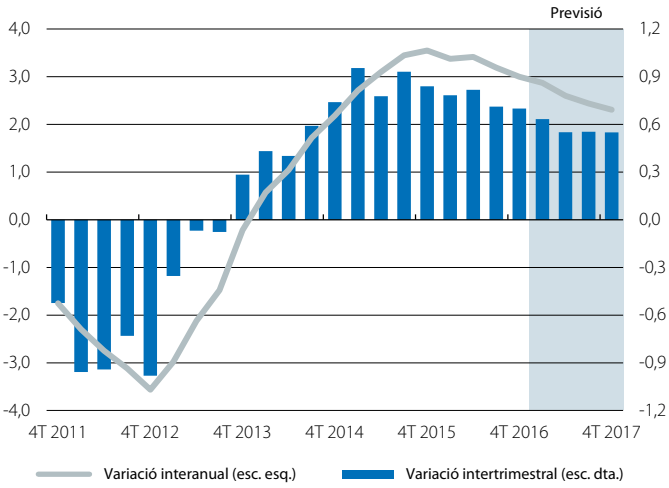
L'economia espanyola va créixer un saludable 3,2% el 2016. En el 4T, el PIB va créixer el 0,7% intertrimestral, un registre molt superior a la mitjana dels països de la zona de l'euro i similar al registrat en el trimestre anterior. El principal motor de creixement el 2016 va ser la demanda interna, impulsada per la millora del mercat laboral i per la confiança empresarial. No obstant això, també és destacable la bona evolució de la demanda externa neta, que, a poc a poc, ha anat recuperant el protagonisme, gràcies al bon comportament de les exportacions i a un creixement més contingut de les importacions. Aquest excepcional funcionament de l'economia espanyola al llarg de l'any s'explica per la confluència d'uns factors de suport temporals, com el baix preu del petroli i la política monetària ultraexpansiva del BCE, i dels efectes positius de les reformes estructurals dutes a terme en els últims anys.

De cara al 2017, les perspectives continuen sent positives. Els efectes de les reformes estructurals, que han permès un augment de la competitivitat, juntament amb el dinamisme del mercat laboral, el nou cicle alcista del sector immobiliari i el sanejament del sector bancari, continuaran donant suport al creixement en aquest nou any. No obstant això, els suports temporals dels quals ha gaudit l'economia espanyola aniran perdent tracció de forma gradual, la qual cosa generarà un lleuger alentiment del creixement. En particular, segons la previsió de CaixaBank Research, el creixement del PIB se situarà en el 2,6% el 2017. Així i tot, els riscos que envolten l'escenari macroeconòmic continuen sent elevats, en particular els riscos externs relacionats amb la política que finalment implementi l'Administració Trump als EUA, amb el carregat calendari electoral europeu i amb la fragilitat financera de diversos països emergents, en especial de la Xina. A nivell intern, tant el deute públic com el deute extern net es mantenen en nivells molt elevats i són una font de vulnerabilitat per a l'economia espanyola.

Els indicadors d'activitat ja anticipaven un creixement robust en el tram final del 2016. Destaca, en especial, el bon comportament dels indicadors del sector manufacturer en el tram final de l'any, després d'un primer semestre més fluix. En concret, l'índex de sentiment empresarial PMI del sector manufacturer va augmentar fins als 55,3 punts al desembre, l'augment mensual més important des del gener del 2016, i la producció industrial va repuntar amb força al novembre (el 3,2% interanual). El fort increment de l'entrada de comandes industrials al novembre (el 5,4% interanual) reafirma la bona evolució del sector manufacturer. Per la seva banda, el sector serveis manté el bon ritme d'avanç: l'índex PMI de serveis es va mantenir en els 55,0 punts al desembre, una cota clarament superior als 50 punts, llindar a partir del qual se solen observar taxes de creixement positives. Pel costat de la demanda, els principals indica-

PIB

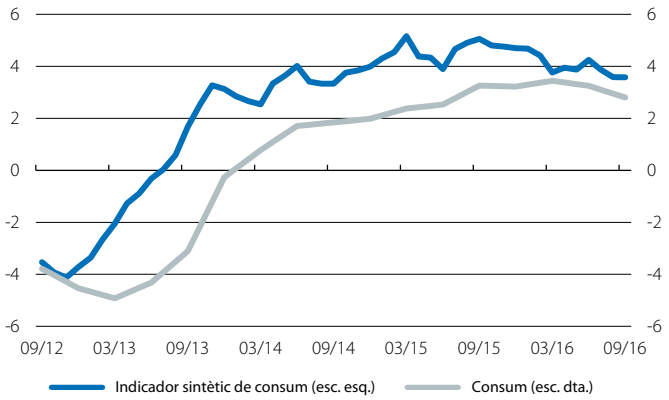
Variació internanual (%) *Variació intertrimestral (%)*



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

Indicadors sintètics d'activitat

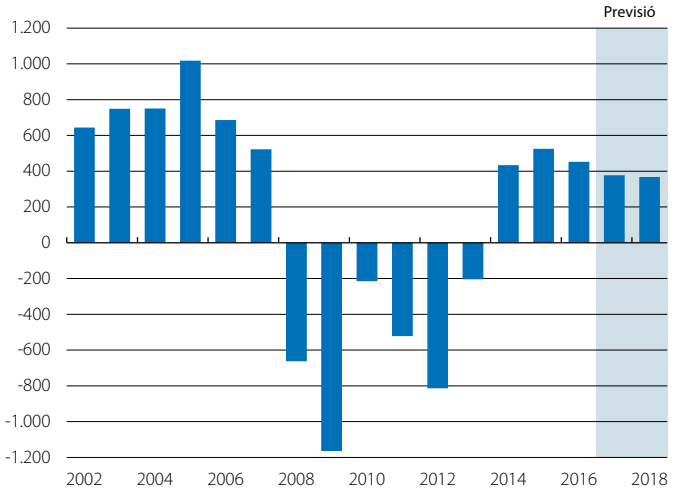
(Índex) *Variació interanual (%)*



Nota: *L'indicador sintètic de consum està compost pels següents indicadors: matriculació de turismes, índex de comerç al detall, disponibilitats de consum, remuneració d'assalariats, vendes interiors de béns i serveis de consum en grans empreses, i indicador de confiança dels consumidors.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia i Competitivitat.*

Ocupació

Variació anual (milers)



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

dors que recullen l'evolució del consum privat i de la inversió empresarial se situen en nivells elevats, la qual cosa fa preveure que aquests dos components de la demanda interna continuaran sent els principals motors de creixement.

Malgrat la dada del 4T, el mercat laboral mostra una tendència positiva. Segons l'EPA, el nombre d'ocupats va recular en 19.400 en el 4T, mentre que CaixaBank Research, d'acord amb la positiva evolució dels afiliats a la Seguretat Social (+62.000 de mitjana del trimestre) i amb els registres positius del 4T 2015 i del 4T 2014, esperava un augment (+85.000). En part, aquesta desviació és deguda a la destrucció d'ocupació en educació (menys dies lectius). En termes desestacionalitzats, la creació d'ocupació es manté robusta (el 0,4% intertrimestral). Així, el 2016, va haver-hi 452.700 ocupats més (creixement mitjà anual del 2,7%) i la taxa d'atur es va reduir fins al 18,6% en el 4T. Per sectors, el gros de la recuperació de l'ocupació observada l'any passat es concentra als serveis, amb 240.000 ocupacions més en relació amb el 2015, gràcies, en part, a la bona evolució del turisme, que ha tancat una temporada històrica. El 2016, van entrar a Espanya 75,6 milions de turistes, el 10,3% més que el 2015. De cara al 2017, la creació d'ocupació serà una mica menys dinàmica, d'acord amb el menor suport dels factors temporals que fins ara han esperonat l'economia. De tota manera, i malgrat la quantitat d'ocupació generada en aquests anys, la qualitat de l'ocupació a Espanya és una qüestió que continua preocupant (vegeu el Focus «La inversió en capital humà: la clau d'accés a una ocupació de qualitat», en aquest *Informe Mensual*).

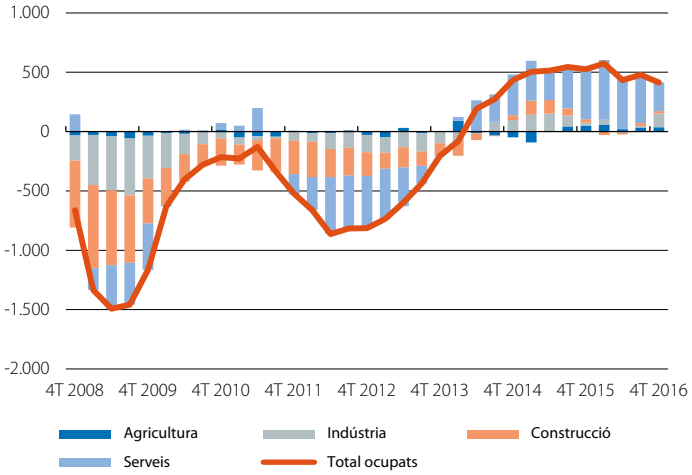
L'increment de l'ocupació s'ha traduït en una millora de la renda bruta disponible de les llars. En el 3T 2016, la renda bruta disponible (RDB) de les llars va avançar l'1,8% interanual (en l'acumulat de quatre trimestres), impulsada per la remuneració dels assalariats, la qual cosa s'explica, principalment, per l'increment de l'ocupació. Sens dubte, la millora de l'RBD ha afavorit el consum privat, que va presentar una taxa de creixement interanual de l'1,7% en el 3T. El fort avanç de les vendes al detall al desembre (el 2,9% interanual) fa pensar que aquesta tendència va tenir continuïtat en el 4T. Per la seva banda, i malgrat el vigorós avanç del consum privat, la taxa d'estalvi de les llars en el 3T es va situar en el 8,2%, només 2 dècimes per sota del trimestre anterior.

Es confirma la tendència a l'alça de la inflació. Al gener, l'IPC va augmentar el 3,0% interanual, a conseqüència de la pujada del preu de l'electricitat i de l'augment del preu del petroli. Aquesta xifra contrasta amb els registres negatius dels dos últims anys (el –0,2% del 2016 i el –0,5% del 2015) i, en breu, farà que revisem a l'alça la previsió del 2,4% per al conjunt del 2017.

En aquest context favorable, el sector privat es continua desendeutant i el sector bancari millora la seva posició. En el 3T 2016, el deute de les llars i de les societats no financeres es va situar en el 65,2% i en el 102,3% del PIB, respectivament, nivells similars als de la zona de l'euro. Així mateix, el sector bancari presenta uns balanços cada vegada més sanejats, tal com ho

Ocupació per sectors

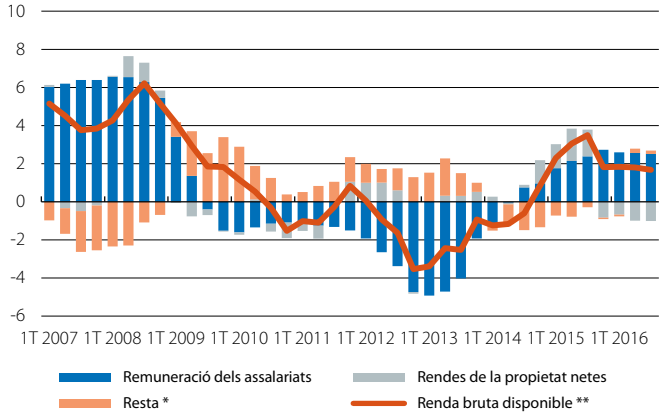
Variació interanual (milers)



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

Renda bruta disponible

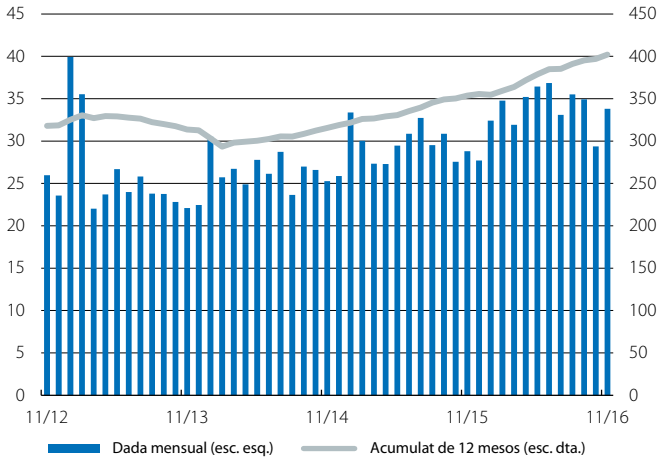
Contribució al creixement interanual de l'acumulat de quatre trimestres (p. p.)



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

Compravenda d'habitatges

(Milers d'habitatges) *Dades acumulades de 12 mesos (Milers d'habitatges)*



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

mostra la continuada reducció de la taxa de morositat (al novembre, va baixar fins al 9,2%). D'aquesta manera, les entitats financeres estan en una millor posició per augmentar el crèdit bancari. En efecte, per als tres propers mesos, els bancs esperen un augment de la demanda de crèdit per part de les empreses i de les famílies, tal com ho recull l'enquesta sobre préstecs bancaris del gener elaborada pel Banc d'Espanya.

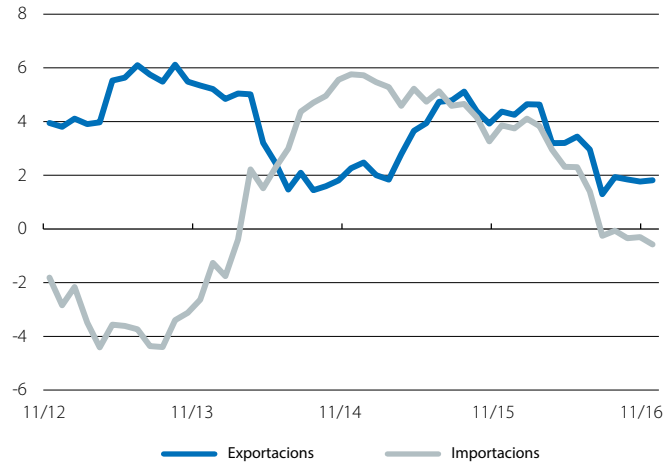
La millora de la renda bruta disponible, l'apetència inversora i la disponibilitat de crèdit impulsen la demanda d'habitatge. Al novembre, les compravendes d'habitatges van créixer el 13,6% en l'acumulat de 12 mesos. La fortalesa de la demanda, que mantindrà l'impuls el 2017, sumada a la tímida recuperació de l'activitat immobiliària, que continuarà lluny dels màxims assolits el 2008, fa preveure que la tendència a l'alça dels preus es mantindrà al llarg d'enguany, sobretot a les zones urbanes.

El sector exterior, un factor de fons que continua donant suport al creixement. El dèficit comercial es va reduir fins als 18.101 milions d'euros (acumulat de 12 mesos) al novembre, a conseqüència d'un augment de l'1,8% interanual de les exportacions i d'una reducció del 0,6% de les importacions (acumulat de 12 mesos). En els propers mesos, cal esperar que la tendència a l'alça del preu del petroli deixi de donar suport a la millora del compte corrent, malgrat que esperem que es mantindrà en superàvit. Això permetrà que la posició d'inversió internacional neta, que es va situar en el –88,7% del PIB en el 3T, es vagi acostant de manera gradual al llindar de referència marcat per la Comissió Europea (del –35% del PIB). En aquest context, és clau continuar millorant la competitivitat i optimitzar la composició geogràfica de les exportacions cap a destinacions amb més creixement, tal com s'explica al Focus «Les exportacions espanyoles i la desacceleració del comerç mundial», en aquest *Informe Mensual*.

Les finances públiques estan ben encarrilades. Davant un nivell de deute públic que voreja el 100% del PIB i en un any en què els tipus d'interès ja no jugaran a favor, tal com s'explica al Focus «El deute públic: l'elefant a l'habitació», en aquest *Informe Mensual*, és necessari el manteniment dels esforços de consolidació fiscal. En aquest sentit, la Comissió Europea, en l'informe d'avaluació del Pla Pressupostari del 2017, preveu que Espanya incomplirà lleugerament l'objectiu de dèficit públic del 3,1% del PIB. No obstant això, ha valorat que, en termes generals, es compleix el Pacte d'Estabilitat i Creixement, ja que estima que l'esforç estructural és del 0,7% del PIB, superior al 0,5% del PIB requerit. Al mateix temps, convida les autoritats espanyoles a estar preparades per adoptar noves mesures en cas necessari i a reforçar el marc pressupostari. Pel que fa a l'any 2016, les dades disponibles fins avui indiquen que el dèficit de les Administracions públiques en el 3T (acumulat de quatre trimestres) es va situar en el 4,8% del PIB, prop de l'objectiu per al conjunt de l'any (el 4,6%), la qual cosa genera optimisme sobre el compliment de l'objectiu de dèficit el 2016.

*Comerç exterior de béns **

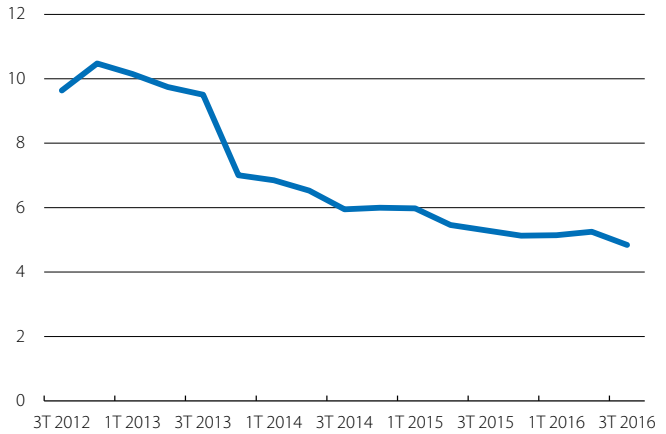
Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)



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

Dèficit públic

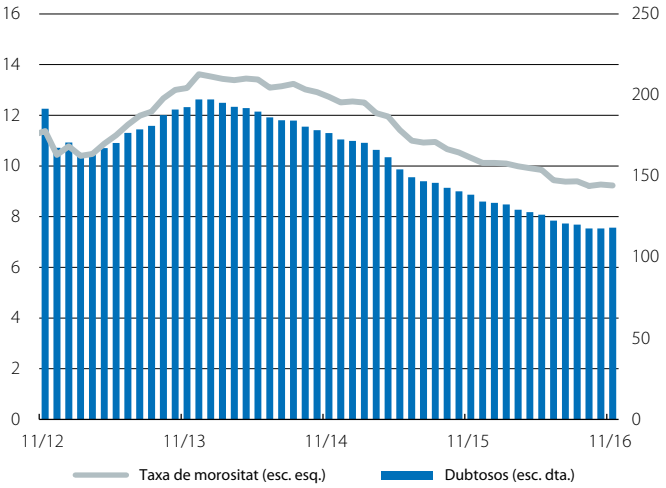
(% del PIB)



Nota: *Dades acumulades de quatre trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Ministeri d'Hisenda i Administracions públiques.*

Taxa de morositat i crèdits dubtosos

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



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

FOCUS · El deute públic: l'elefant a l'habitació

Els elevats nivells de deute i de dèficit públics han empitjorat les necessitats de finançament de les Administracions públiques en els últims anys fins a cotes històricament altes. En aquest context, és clau una gestió adequada de les emissions de deute públic.

El 2017, caldrà cobrir venciments de deute per un valor de 185.017 milions d'euros. A més a més, el Tresor preveu una emissió neta de 35.000 milions addicionals, la qual cosa eleva la necessitat bruta de finançament total fins als 220.017 milions. De manera similar als últims anys, el Tresor planeja finançar les noves necessitats mitjançant l'emissió de deute a mitjà i a llarg termini, de manera que la vida mitjana del deute públic continuarà augmentant. El 2016, va arribar als 6,8 anys, xifra similar a la registrada al començament de la crisi. L'allargament de la vida mitjana contribueix a reduir el risc de refinançament, un risc especialment rellevant quan la quantitat de deute que cal renovar cada any és elevada.

L'allargament de la vida mitjana ha estat compatible amb una reducció del seu cost mitjà, gràcies, en gran part, a la política monetària acomodatícia del BCE.[1] El 2016, el cost mitjà del deute es va situar al voltant del 2,9%, lluny del 4,1% registrat el 2011. El menor cost de finançament ha comportat un estalvi important en el pagament d'interessos, que, fins i tot, s'ha arribat a reduir en termes nominals des del 2014. En concret, si el cost mitjà s'hagués mantingut en els valors del 2011, la despesa per interessos seria del 3,9% del PIB, en lloc del 2,8% que va representar el 2016. De la mateixa manera, convé tenir en compte que l'increment del nivell de deute ha generat uns costos més elevats. Així, si el nivell de deute sobre el PIB s'hagués mantingut en cotes del 2010 (el 60% del PIB), la despesa anual per interessos seria el 40% inferior.[2]

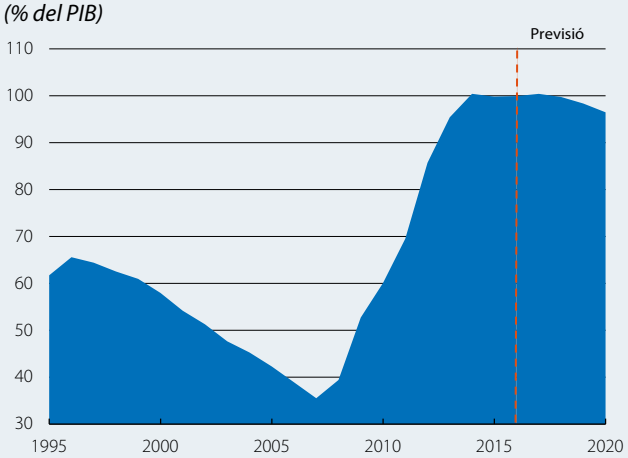
Malgrat que, el 2017, el BCE mantindrà el programa de compra d'actius, els tipus d'interès ja no jugaran tan a favor, ja que s'espera que augmentin de forma gradual, en especial en el tram llarg de la corba. Atès aquest escenari, la potenciació de l'emissió en els trams més llargs de la corba és encertada, ja que permet aprofitar els baixos tipus d'interès actuals i ajuda a reduir el risc de refinançament.

Sigui com sigui, cal tenir en compte que els esforços s'han de centrar en la continuïtat de la via de consolidació fiscal i en la disminució gradual dels nivells de deute públic, per evitar que, quan pugin els tipus d'interès, l'elefant es descontroli.

1. De fet, el 2016, el BCE va comprar 93.514 milions de deute públic d'Espanya, la qual cosa implica que l'emissió neta, un cop inclòs l'efecte d'aquestes compres, es va situar en –58.500 milions d'euros.
2. Aquest càlcul és només il·lustratiu de l'efecte directe de l'augment del deute sobre el pagament d'interessos i assumeix que l'evolució de la resta de variables hauria estat la mateixa que l'observada.

Deute públic

(% del PIB)



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

Finançament del Tresor

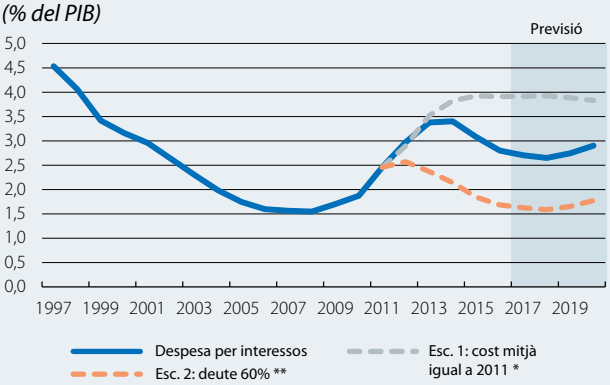
(Milions d'euros)

	Emissió neta	Emissió bruta
2015	47.717	236.817
2016	35.043	221.364
Previsió 2017	35.000	220.017

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Estratègia d'Emissió de Valors del Tresor 2017.*

Escenaris il·lustratius sobre l'evolució de la despesa per interessos

(% del PIB)



Notes: ** L'escenari 1 assumeix que el cost mitjà es manté en el nivell del 2011 (el 4,1%).*
*** L'escenari 2 assumeix que el nivell de deute públic es manté en el 60% del PIB (nivell del 2010).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Economia, Indústria i Competitivitat.*

FOCUS · La inversió en capital humà: la clau d'accés a una ocupació de qualitat

Una nombrosa evidència empírica mostra que els treballadors més qualificats solen accedir a ocupacions més ben remunerades i més estables, és a dir, de més qualitat. A Espanya, segons les dades de l'enquesta d'estructura salarial del 2014, els treballadors que havien completat, com a màxim, la primera etapa de l'ensenyament secundari van percebre, de mitjana, un salari anual brut de 18.041 euros, mentre que el d'un empleat amb estudis universitaris assolia els 35.494 euros. Si es té en compte que aquesta prima salarial se sol mantenir al llarg de la vida laboral del treballador, la diferència no és gens menyspreable.

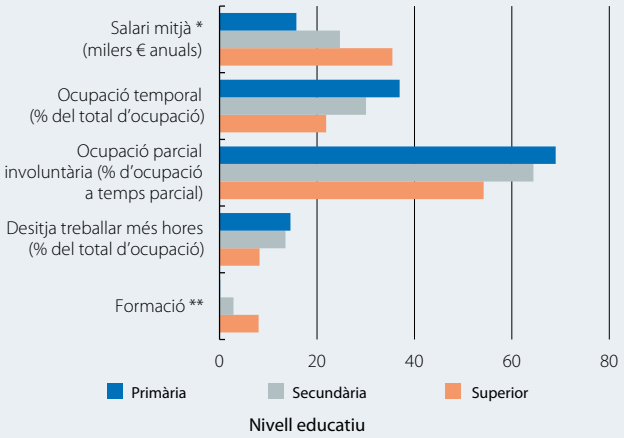
A més de la remuneració, el nivell educatiu també incideix sobre altres característiques de la relació laboral. Tal com s'observa al primer gràfic, la taxa de temporalitat dels treballadors que només tenen una educació primària és molt més elevada que la dels que posseeixen un títol universitari. A més a més, els individus amb un nivell educatiu més baix també presenten taxes d'ocupació parcial involuntària més elevades. De fet, al voltant del 15% dels empleats amb educació primària desitjaria treballar més hores, en relació amb el 8% dels que tenen una educació superior.

La inversió en capital humà no solament fa referència a l'educació formal. Gary Becker, premi Nobel d'Economia del 1992, va definir el capital humà com l'estoc de coneixement (educació i experiència laboral) i d'altres característiques dels treballadors, com la salut o les habilitats interpersonals, que contribueixen a la seva productivitat. En aquest sentit, la formació continuada dels treballadors exerceix un paper molt rellevant per evitar la depreciació dels coneixements i per potenciar el desenvolupament de noves habilitats. De nou, els treballadors amb un nivell educatiu alt són més afavorits. Per exemple, segons l'enquesta de població activa del 2014, el 8% dels empleats amb estudis universitaris havia rebut formació no reglada per part de l'empresa. Aquest percentatge es redueix al 2,9% dels treballadors amb estudis secundaris i a un escàs 0,1% dels que tenen estudis primaris.

D'aquesta anàlisi, però, no s'ha de concloure que seria suficient l'augment de la formació dels treballadors. També cal un bon aparellament entre la qualificació dels empleats i les habilitats que requereix el lloc de treball que ocupen. Una assignació eficient dels recursos implicaria que els llocs que requereixen una qualificació bàsica estiguessin coberts per treballadors amb aquest tipus de formació. En canvi, ocupacions en què es realitzen tasques més avançades haurien d'estar cobertes per treballadors amb una formació elevada. És revelador que, a Espanya, un percentatge elevat dels treballadors té un nivell educatiu superior al requerit pel lloc de treball que ostenta, la qual cosa denota, *a priori*, un nivell elevat de sobrequalificació (vegeu el segon gràfic).[1]

En algunes circumstàncies, però, aquest mal aparellament succeeix quan els treballadors tenen un nivell d'habilitats inferior al que es podria esperar pel seu nivell educatiu, ja sigui perquè no van adquirir els coneixements necessaris durant l'etapa educativa o perquè les seves habilitats s'han depreciat amb el temps. En aquest sentit, l'enquesta d'habilitats d'adults de l'OCDE mostra que aquesta qüestió podria ser especialment rellevant en el cas espanyol: el 2015, el 41% dels adults amb estudis superiors va obtenir un resultat baix en les proves d'habilitats professionals, en relació amb el 27% de la mitjana de l'OCDE. Sembla, per tant, que el nivell de coneixements de la població adulta és, en molts casos, menor del que suggeriria el seu nivell educatiu, la qual cosa podria explicar, en part, l'aparent elevat grau de sobrequalificació al mercat laboral espanyol.

Qualitat de l'ocupació segons el nivell educatiu



Notes: *Dades del 3T 2016. Es classifiquen els treballadors en funció del nivell educatiu màxim assolit. * Dades del 2014. ** Percentatge de treballadors que reben formació no reglada per part de l'empresa; dades del 2014.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA i Enquesta d'Estructura Salarial).*

Aparellament entre les qualificacions dels treballadors i els requeriments del lloc de treball

(% del total d'ocupats)

		Requeriments teòrics del lloc de treball		
		Bàsics	Mitjans	Avançats
Nivell educatiu del treballador	Primària	4.4	1.8	0.1
	Secundària	30.7	19.3	1.7
	Superior	7.5	14.9	19.7

Nota: *Dades del 3T 2016. Es classifiquen els treballadors entre 16 i 65 anys d'edat en funció del nivell educatiu assolit i del requeriment teòric de formació en cada ocupació. El color verd indica un aparellament adequat; el taronja, un desaparellament moderat, i el vermell, un mal aparellament.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

1. Els nivells d'educació, segons la CNED 2014, s'agrupen en: primària (1, 2 i 10), secundària (21-41) i superior (51-81). Les ocupacions, segons la CNO 2011, s'agrupen en: bàsiques (5, 8 i 9), mitjanes (0, 3, 4, 6 i 7) i avançades (1 i 2).

FOCUS · Les exportacions espanyoles i la desacceleració del comerç mundial

El comerç mundial no creix com abans. Entre el 2000 i el 2007, el volum de comerç global va avançar a un ritme mitjà anual del 7,4%, més de pressa que el 3,3% del PIB mundial. Però, en l'escenari sorgit després de la Gran Recessió, els papers s'han invertit i el volum de comerç creix menys que el PIB: el 3,0%, enfront del 3,3% del període 2012-2016. Ara com ara, les exportacions espanyoles s'han salvat de la crema i han mantingut un ritme d'avanç molt notable (en volum, el 4,7% el 2000-2007 i el 4,4% el 2012-2016). D'aquesta manera, el saldo corrent es va situar al voltant del 2,0% del PIB el 2016. El 2017 i el 2018, aquest saldo positiu es veurà reduït per la pujada del preu del petroli. S'afegirà a això una desacceleració més intensa de les exportacions que secundarà la desacceleració del comerç mundial? La resposta és que hi ha raons per esperar que, contra vent i marea, l'evolució de les exportacions espanyoles continuï sent relativament bona.

El creixement de les exportacions de béns[1] es pot descompondre en tres factors. El primer, la demanda global; el segon, la composició geogràfica de la destinació de les exportacions, i, finalment, els canvis en la competitivitat. El primer factor, la demanda mundial (definida com el creixement de les importacions globals), és quantitativament el més important i és exogen, així que, contra aquesta marea, es pot fer ben poc. No obstant això, la composició geogràfica i la competitivitat també tenen el seu pes, i, sobre ells, sí que es pot actuar.

Una bona distribució geogràfica consisteix a exportar més als països on les importacions creixen més. És a dir, es tracta que el pes de les exportacions espanyoles sigui elevat als països on les importacions creixen més que el comerç global.[2] No obstant això, en els últims anys, el factor geogràfic ha jugat en contra: en termes agregats, va restar 0,8 p. p. al creixement exportador el 1990-1999; 0,6 p. p. el 2000-2007, i 0,9 p. p. el 2012-2015. Aquests resultats indiquen que les exportacions espanyoles es concentren en mercats que creixen menys que el comerç mundial.

Per zones geogràfiques, la composició desfavorable és deguda, sobretot, a l'elevat pes de les exportacions espanyoles amb destinació a la zona de l'euro. En concret, representen el 50,9% del total, un percentatge molt superior a la quota global (del 23,4%). Tenint en compte el menor creixement de les importacions de la zona de l'euro en relació amb la mitjana mundial, no és estrany que la falta de diversificació geogràfica fora de la zona de l'euro penalitzi el desenvolupament de les exportacions espanyoles. L'altre gran llast és l'escassa presència d'Àsia com a destinació de les exportacions espanyoles: el 4,1% del total, que contrasta amb el 10,0% que representa en el total de les exportacions alemanyes i franceses. Considerant que el creixement a llarg termini de l'Àsia emergent és molt superior al de la zona de l'euro, un major pes de les exportacions espanyoles cap a aquesta regió tindria un efecte positiu. Per exemple, si passés de la quota del 4,1% actual al 10%, aportaria 0,5 p. p. al creixement de les exportacions espanyoles.

Finalment, el tercer component s'obté per la diferència entre el creixement observat de les exportacions espanyoles i els dos components comentats (demanda global i distribució geogràfica). Aquest residu, que recull canvis en la competitivitat (la capacitat de vendre a preus competitius productes que s'adaptin a les tendències de la demanda global), va aportar, de mitjana, 2,3 p. p. al creixement de les exportacions entre el 1990 i el 1999 (un terç del total). L'increment dels costos laborals unitaris que es va produir entre els anys 2000 i 2007 va reduir aquesta aportació a 0,6 p. p. Després de la Gran Recessió, aquesta tendència es va invertir i ha permès que l'aportació d'aquest factor al creixement de les exportacions es recuperés fins als 1,4 p. p. el 2012-2016.

Contribució al creixement de les exportacions espanyoles de béns *

Contribució anual mitjana en cada període (p. p.)

Notes: ** Dades en dòlars corrents. **Variació anual (%). S'exclou el període 2008-2011 a causa del col·lapse del comerç mundial.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

1. La resta de l'article es basa en dades nominals (dòlars corrents) de l'FMI.
2. En concret, aquest factor es calcula com el creixement resultant de ponderar el creixement de les importacions de cada país de destinació pel pes que té en el total de les exportacions espanyoles menys el creixement de les importacions globals.

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16	01/17
Indústria									
Consum d'electricitat	–0,1	1,7	–0,8	0,8	0,4	1,3	0,9	–2,0	...
Índex de producció industrial	1,3	3,3	2,6	1,4	1,9	0,2	3,7	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–7,1	–0,3	–1,9	–2,8	–3,8	–0,1	0,9	–2,6	0,1
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	53,6	54,3	52,5	51,4	53,3	54,5	55,3	...
Construcció									
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	–7,7	20,0	45,2	48,1	44,8	43,4	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	–5,6	10,9	10,6	14,1	13,3	13,4	13,6	...	...
Preu de l'habitatge	–2,4	1,1	2,4	2,0	1,6	–	...	–	–
Serveis									
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	7,2	5,6	5,9	7,5	9,3	10,1	10,0	10,3	...
PMI de serveis *(valor)*	55,2	57,3	54,7	55,5	54,9	54,6	55,1	55,0	...
Consum									
Vendes comerç al detall	1,0	3,0	3,8	3,8	3,8	2,4	3,3	3,5	...
Matriculacions d'automòbils	18,4	21,3	8,0	17,8	11,0	4,0	13,5	9,3	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–8,9	0,3	–2,5	–3,2	–6,1	–4,8	–2,2	–2,7	–2,5

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

Indicadors d'ocupació

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

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

Preus

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	10/16	11/16	12/16	01/17
General	**–0,1**	**–0,5**	**–0,7**	**–0,9**	**–0,2**	**0,7**	**0,7**	**1,6**	**3,0**
Subjacent	0,0	0,6	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	...
Aliments sense elaboració	–1,2	1,8	2,1	2,7	3,5	0,2	0,6	2,1	...
Productes energètics	–0,8	–9,0	–13,1	–13,6	–8,6	0,1	–0,5	5,3	...

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

Sector exterior

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

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual)*	2,5	4,3	0,2	4,3	–1,1	0,0	–1,6	8,5
Importacions *(variació interanual)*	5,7	3,7	–0,7	–0,3	–3,7	–1,4	–1,7	5,3
Saldo corrent	**11,2**	**14,7**	**15,4**	**18,9**	**20,7**	**20,7**	**20,7**	**21,9**
Béns i serveis	25,5	26,2	26,0	29,3	31,3	31,3	31,7	32,1
Rendes primàries i secundàries	–14,3	–11,5	–10,6	–10,3	–10,6	–10,6	–10,9	–10,2
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**16,3**	**21,7**	**22,2**	**25,4**	**26,2**	**26,2**	**26,0**	**26,7**

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

Sector públic

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

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament[1]	**–6,0**	**–5,1**	**–0,7**	**–3,0**	**–2,8**	**–2,8**	**–**
Administració central	–3,7	–2,6	–0,8	–1,9	–2,6	–2,6	–2,0
Comunitats autònomes	–1,8	–1,7	–0,1	–0,7	–0,2	–0,2	–0,3
Corporacions locals	0,5	0,5	0,1	0,1	0,5	0,5	–
Seguretat Social	–1,0	–1,2	0,2	–0,6	–0,6	–0,6	–0,6
Deute públic *(% PIB)*	**100,4**	**99,8**	**101,1**	**101,0**	**100,3**	**100,3**	**–**

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	1T 2016	2T 2016	3T 2016	09/16	10/16	11/16	Saldo 11/16[1]
Finançament als sectors no financers[2]									
Sector privat	–5,8	–3,9	–3,2	–2,9	–2,1	–1,8	–1,8	–2,3	1.635,0
Empreses no financeres	–6,4	–4,0	–3,4	–3,2	–2,2	–1,8	–1,6	–2,6	914,0
Llars[3]	–5,0	–3,6	–3,0	–2,5	–2,0	–2,0	–2,0	–1,9	720,9
Administracions públiques[4]	5,9	4,0	3,5	4,2	4,6	3,8	3,9	2,5	1.098,6
TOTAL	**–1,8**	**–1,0**	**–0,6**	**–0,2**	**0,5**	**0,3**	**0,4**	**–0,4**	**2.733,6**
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies									
Total dipòsits	–0,9	–1,0	–0,4	–0,3	–0,3	–0,1	0,0	0,0	1.152,3
A la vista	10,8	18,5	16,2	16,0	16,4	16,5	18,0	17,1	444,6
D'estalvi	5,8	12,9	13,4	12,1	11,5	11,1	11,8	12,3	279,6
A termini	–7,6	–15,3	–15,4	–16,4	–17,4	–17,4	–18,8	–19,1	406,8
En moneda estrangera	1,1	5,6	–4,0	1,6	–1,9	–1,4	3,1	1,6	21,3
Resta del passiu[5]	–8,2	–13,0	–16,7	–16,3	–11,3	–14,2	–20,0	–19,1	84,0
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,2**	**–1,3**	**–1,6**	**–1,6**	**1.236,3**
Taxa de morositat *(%)*[6]	**12,5**	**10,1**	**10,0**	**9,4**	**9,2**	**9,2**	**9,3**	**9,2**	**–**
Taxa de cobertura *(%)*[6]	**58,1**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**59,3**	**59,3**	**60,7**	**59,8**	**–**

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.*

BENEFICIS EMPRESARIALS A L'ALÇA

Evolució dels beneficis de les empreses cotitzades: alcista i volàtil

Els beneficis empresarials ocupen un lloc destacat en diverses parcel·les de l'anàlisi econòmica, tant teòrica com aplicada, com, per exemple, la macroeconomia, la microeconomia, les finances corporatives o la valoració d'actius, per esmentar algunes de les més directament interessades en aquesta variable. Disposar d'un bon coneixement de l'evolució dels beneficis és, per tant, necessari per contrastar i aplicar amb profit els marcs teòrics. Bàsicament, hi ha dues fonts d'informació sobre els beneficis empresarials. La primera és la comptabilitat nacional, que proporciona dades sobre el conjunt del sector empresarial d'un país. La segona són els comptes de resultats que presenten les empreses a nivell individual i que es poden agrupar per formar un agregat, com, per exemple, el de les companyies integrants d'un determinat índex borsari.

Els criteris metodològics i els detalls tècnics dels dos tipus de fonts són clarament diferents en aspectes crucials. Aquest article se centra en els beneficis publicats per les empreses cotitzades als EUA,[1] en concret les de l'S&P 500, índex per al qual es disposa de sèries temporals llargues, homogènies i amb desagregació sectorial. També s'examinen algunes xifres relatives a l'índex MSCI de la zona de l'euro, al qual pertanyen les principals empreses cotitzades dels països de la regió. Lògicament, per la seva procedència, aquestes dades són indicades per ser utilitzades directament a les àrees de finances corporatives i de valoració d'actius, per exemple, per calibrar el rendiment esperat d'una cartera diversificada d'accions nord-americanes i/o europees. Per a altres parcel·les, aquests registres borsaris poden aportar informació molt valuosa, però també abundants dosis de soroll que convé no ignorar. Sigui com sigui, l'examen de les dades borsàries revela set trets distintius de la dinàmica imperant durant les dues últimes dècades.

Abans d'enumerar-los, hi ha dues qüestions metodològiques prèvies rellevants. En primer lloc, i atès que el benefici obtingut per una empresa en la seva activitat és, en essència, la diferència entre els ingressos generats per les vendes i els costos incorreguts, és útil separar dos components en examinar la seva evolució. Un, l'efecte volum, és a dir, l'augment de les vendes. Dos, l'efecte marge, és a dir, la variació del benefici generat per cada unitat de vendes. El marge de beneficis (beneficis dividits per les vendes) dependrà de l'eficiència de les empreses en els seus processos i del cost dels productes i dels factors emprats. En segon lloc, és important recordar que el benefici es pot mesurar en diferents nivells del compte de resultats en funció de les despeses (costos) que se sostreuen dels ingressos (vendes). Els dos mesuraments més utilitzats són el benefici net (BN), que detreu totes les despeses, i el benefici operatiu (BOP), que només resta les despeses operatives (d'explotació).

Els set trets esmentats són els següents:

Primer: els beneficis han accelerat el creixement. Entre el 1991 i el 2015, el benefici per acció de les empreses de l'S&P 500 va pujar una mitjana del 4,5% en taxa anual de creixement composta en termes reals (tacc). Entre el 1946 i el 1990, havia crescut el 2,9% tacc i, entre el 1871 i el 1945, només el 0,7% tacc (vegeu el gràfic).

Segon: els beneficis de l'S&P 500 han crescut a un ritme sensiblement superior al de les empreses cotitzades a la zona de l'euro, que, entre el 1996 i el 2015, s'han quedat en l'1,7% tacc.

Tercer: els beneficis s'han comportat millor que la majoria de variables de producció o de renda. En particular, el PIB real dels EUA va créixer el 2,3% tacc entre el 1996 i el 2015, i el de la zona de l'euro, l'1,4% tacc.

Quart: les vendes han augmentat una mica menys que el PIB. En concret, entre el 1996 i el 2015, l'1,4% tacc per a les empreses cotitzades dels EUA i el 0,8% tacc per a les de la zona de l'euro.

Cinquè: els marges de beneficis han augmentat i estan en zona de màxims històrics. Així, per a les empreses nord-americanes cotitzades, els marges de beneficis han passat del 7,2% el 1996 al 8,4% el 2015. A la zona de l'euro, han passat del 3,6% el 1996 al 5,1% el 2015. En els dos casos, això permet explicar més de la meitat de l'increment dels beneficis en aquest període.

Sisè: els beneficis s'han mostrat més volàtils que en el passat. En termes estadístics, la variància del BN de les empreses de l'S&P 500 entre el 1991 i el 2015 ha estat nou vegades més gran que entre el 1946 i el 1990 i gairebé 30 vegades més gran que en els

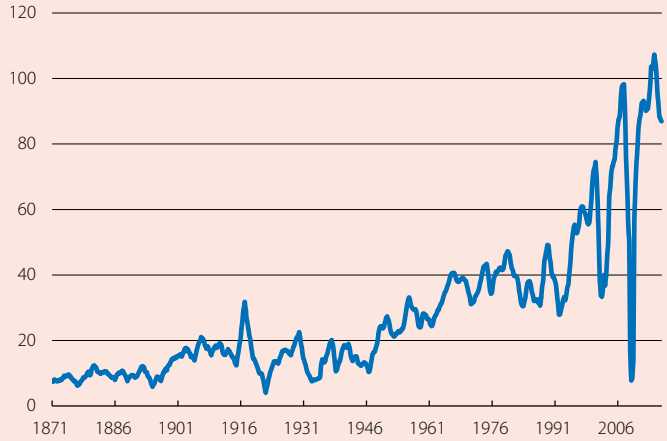
1. L'article «Sobre la distribució de la renda empresarial», d'aquest Dossier, analitza les dades de comptabilitat nacional.

anys anteriors al 1945. Les intenses escalades que van tenir lloc durant les bombolles tecnològica (1998-2000) i immobiliària (2005-2008) van tenir com a contrapunt els enfonsaments del 2001 i del 2009. En termes de BOP, s'ha observat força menys volatilitat que en el BN, però, en qualsevol cas, amb tendència a pujar en els anys recents.

Setè: els beneficis d'uns sectors han crescut molt més de pressa que els d'altres. Entre el 1996 i el 2015 i en el cas de la borsa dels EUA, entre els millors destaquen els sectors de la salut (el 6,3% tacc) i de la tecnologia (el 6,1% tacc). Entre els pitjors, les *utilities* (el –0,4%) i els serveis de telecomunicacions (el –2,5% tacc).[2]

Beneficis reals per acció de l'S&P 500

(Dòlars)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la pàgina web de Robert J. Shiller.*

L'anàlisi de les causes d'aquest auge dels beneficis, amb la taxonomia descrita, ha rebut, en els últims anys, una gran atenció per part dels economistes, dels inversors i d'altres col·lectius. Els focus s'han orientat cap als tres sospitosos habituals quan apareixen fenòmens amplis i persistents com el que ens ocupa. És a dir, el canvi tecnològic, la globalització i la demografia. De fet, aquestes forces poden haver estat especialment significatives per a les grans corporacions integrants de l'S&P 500. Així, la globalització ha obert mercats enormes, de manera que, avui en dia, gairebé un terç de les vendes d'aquest selecte grup d'empreses es genera fora dels EUA. Els canvis tecnològics han permès incrementar la productivitat i augmentar els marges, en especial als sectors amb règims competitius del tipus *winners-take-all*. La demografia va ser propícia en la primera part del període considerat i ha empitjorat en els últims anys pel que fa a la seva incidència en el creixement de les vendes en nombrosos sectors. Però encara és patent la seva influència, en forma d'uns tipus d'interès reals excepcionalment baixos, que han estat un factor important per explicar l'alça de beneficis durant aquests 20 anys.

A més d'aquestes forces fonamentals, hi ha dos factors específics de naturalesa metodològica que influeixen en el perfil de la sèrie de beneficis de l'S&P 500: la composició canviant de l'índex i els criteris comptables per al còmput del benefici de cada empresa. Pel que fa al primer factor, cal recordar que els integrants i els seus respectius pesos van canviant amb les revisions periòdiques de composició (unes empreses surten i unes altres entren). El biaix dels canvis sectorials introduïts en els últims anys explica una part de l'increment del benefici agregat. En efecte, els sectors amb més marge de beneficis i amb més potencial de creixement són, precisament, els que més ponderació han guanyat en l'S&P 500, en força casos per damunt del seu pes en el conjunt de l'economia. En aquest sentit, destaca el sector tecnològic. L'efecte de composició ha estat menys intens per a l'índex de la zona de l'euro, que continua concentrat en sectors amb marges de beneficis i amb taxes de creixement menors. Pel que fa al còmput del benefici, les regles de comptabilitat concedeixen una certa flexibilitat a les empreses per decidir quan reconèixer certs ingressos i despeses. Però, simultàniament, estableixen límits o llindars infranquejables, de manera que, amb freqüència, es generen discontinuïtats o salts en les sèries de beneficis. En condicions normals, els salts positius i negatius tendeixen a compensar-se en el conjunt d'un índex ampli, com és el cas de l'S&P 500. Però, en situacions d'estrès sistèmic, la confluència de múltiples salts en la mateixa direcció a la baixa pot copejar durament els beneficis de l'índex. Això és el que va succeir el 2001 i el 2009. Lògicament, aquest fenomen afecta moltíssim més el BN que el BOP. La pregunta sobre quin dels dos convé adoptar no es pot respondre de forma genèrica, ja que dependrà de la qüestió que es busca clarificar.

En definitiva, l'anàlisi de l'evolució dels beneficis empresarials en les dues últimes dècades revela que el fort augment observat s'explica, principalment, per l'efecte marge, enfront de la relativa atonia de l'efecte volum. El següent article d'aquest Dossier identifica les principals forces que han pogut contribuir a aquesta millora dels marges de beneficis.

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

2. Per l'elevada volatilitat dels seus beneficis en els últims anys, el sector de l'energia ha estat exclòs d'aquesta comparació sectorial.

Sobre la distribució de la renda empresarial

Com es divideix la renda entre el treball i el capital? Nombrosos economistes han intentat respondre aquesta pregunta des que David Ricardo, el 1817, la qualifiqués com la qüestió fonamental de l'economia política. Encara que, al capdavall, es tracti simplement de veure com es reparteix el «pastís» entre els factors de producció (treball i capital) que contribueixen a la seva generació, aquesta distribució té importants implicacions. No solament perquè repercuteix directament en el benestar dels propietaris de capital i dels treballadors, sinó perquè, a més a més, afecta les decisions d'inversió en capital físic i humà. Recentment, aquesta qüestió ha suscitat un interès especial, ja que se sol usar com un primer indicador de desigualtats socials. Generalment, les rendes del capital estan més concentrades en la població més rica que les rendes del treball, de manera que una reducció del pes de les rendes del treball sol anar associada a un augment de la desigualtat en una societat.

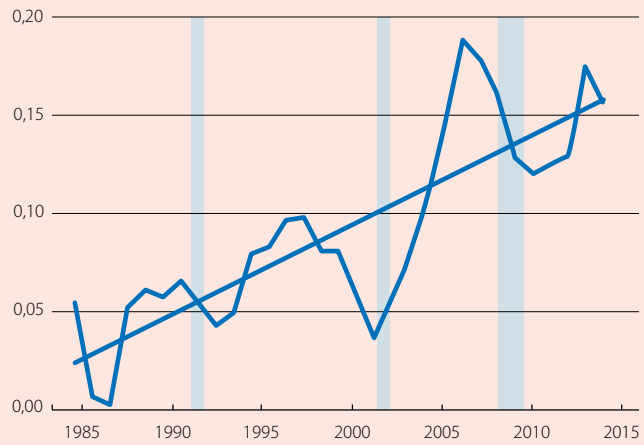
L'evidència empírica és concloent: el pes de les rendes del treball en la renda total ha disminuït a nivell global en les últimes dècades.[1] Les causes d'aquest declivi són múltiples i han estat àmpliament documentades en la literatura acadèmica.[2] Entre elles, destaquen unes tendències de fons, com els avanços tecnològics i la globalització, que tendeixen a afavorir una major utilització de capital en detriment del treball i, per tant, es redueix la porció del PIB que s'enduen els treballadors.[3] A més a més, la Gran Recessió del 2008-2009 ha contribuït a accelerar aquest descens, ja que la major part de l'ajust s'ha produït per la via del factor treball. Així, en l'actual etapa de recuperació, el creixement del PIB es produeix sense pressions salarials, i això, al seu torn, intensifica la caiguda del pes de les rendes del treball.[4]

Així, doncs, tant per factors estructurals com cíclics, el pes de les rendes del treball s'ha anat reduint a la majoria de països avançats i a molts dels emergents. No obstant això, com veurem, s'ha produït un canvi important en la distribució de les rendes del capital. En aquest sentit, les qüestions metodològiques centren una gran part del debat, i, per això, abans convé aclarir els conceptes.[5]

Consideri el cas d'una empresa. El valor afegit brut (VAB) és la diferència entre els ingressos per les vendes i el cost dels *inputs* intermedis usats en la producció. El VAB es divideix en dos components: les rendes del treball (salaris i una altra compensació rebuda pels treballadors) i la resta, anomenat excedent brut d'explotació (EBE) en els comptes nacionals.[6] Una primera aproximació al pes de les rendes del capital s'obté dividint l'EBE pel VAB. Analitzar aquesta ràtio o el pes de les rendes del treball és equivalent, ja que, per definició, les dues sumen u. És obvi, per tant, que, si s'usa aquesta aproximació, molt crua, es conclou que les rendes del capital han augmentat. No obstant això, aquesta definició no té en compte que l'EBE és un concepte molt ampli i que

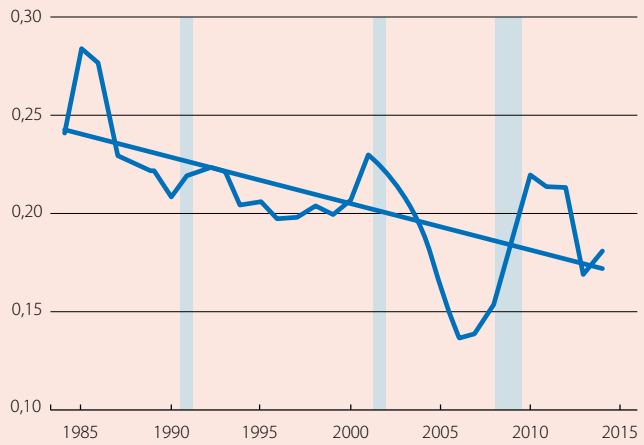
Beneficis empresarials als EUA

(% del valor afegit brut empresarial)



Altres rendes del capital als EUA

(% del valor afegit brut empresarial)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Barkai, S. (2016).*

1. Karabarbounis, L. i Neiman, B. (2014a), «The global decline of the labor share», Quarterly Journal of Economics, 129.
2. Vegeu el Dossier «Les rendes del treball en perspectiva», publicat en l'IM02/2014.
3. Aquesta és la visió que defensen tant Pikkety com Karabarbounis i Neiman. El primer emfatitza que l'augment de l'estalvi a nivell global implica una major acumulació de capital en el temps, la qual cosa fa augmentar el pes de l'stock de capital i, en conseqüència, la fracció de la renda destinada a remunerar el factor capital. Els segons autors destaquen que la caiguda del preu dels béns d'equipament en relació amb els béns de consum dóna lloc a aquest mateix fenomen. Vegeu Pikkety, T. (2014), «Capital in the twenty-first century».
4. Al costat oposat, també és conegut el patró contracíclic del marge de beneficis, és a dir, les empreses tendeixen a augmentar el marge amb què operen durant les recessions per compensar, en part, la caiguda de les vendes.
5. En aquest article, com és habitual en la literatura, es limita l'anàlisi al sector empresarial i s'exclou els autònoms i els treballadors del sector públic.
6. Un tercer component, amb un pes molt inferior, són els impostos a la producció. Generalment, es realitza l'anàlisi a costos dels factors per obviar aquest component.

inclou la retribució pagada a una gran varietat de receptors. Així, una part d'aquestes rendes del capital es paguen als prestadors en forma d'interessos; una altra part anirà al Govern per pagar impostos sobre beneficis, i la resta es pot retenir al balanç de l'empresa (beneficis retinguts) o es distribueix als accionistes en forma de dividends o recompra d'accions. Els comptes nacionals, desafortunadament, no ofereixen aquest nivell de detall.

En un treball pioner en què s'analitzen les dades de 59 països durant 35 anys, Karabarbounis i Neiman[1] desagreguen l'EBE en un component de beneficis empresarials purs (que inclou tant el pagament de dividends com els beneficis retinguts) i un component que inclou la resta de pagaments al capital (pagaments d'interessos, entre d'altres). Els autors mostren que és el primer component, els beneficis empresarials purs, i no el segon, les altres rendes del capital, el que presenta una tendència creixent a llarg termini. En conseqüència, la caiguda del pes de les rendes del treball té com a contrapartida un augment agregat dels beneficis empresarials. Paral·lelament, els autors mostren també que el pagament de dividends augmenta a un ritme menor que els beneficis totals, de manera que el descens de les rendes laborals coincideix amb un augment espectacular de l'estalvi empresarial.

Malgrat que aquests resultats són molt suggeridors, cal esmentar que l'anàlisi de Karabarbounis i Neiman assumeix un tipus d'interès real constant. Aquesta hipòtesi, però, no és gaire adequada quan es tracta de tendències a llarg termini i, en especial, no se cenyeix a l'experiència recessiva més recent, durant la qual el tipus d'interès real s'ha reduït. Aquesta limitació metodològica va ser resolta per Rognlie,[7] que ha construït un mesurament del tipus d'interès real que exhibeix una tendència descendent en el temps.

Rognlie també posa l'accent, principalment, en l'ús de mesurament de capital net de depreciació, en lloc de brut. Aquesta distinció és important, perquè una part de les rendes brutes del capital és destinada a reemplaçar el capital que es deprecia i, per tant, no pot ser considerada remuneració als inversors. Un aspecte especialment rellevant en sectors com el de les TIC, ja que el capital juga un paper central en la producció i es deprecia ràpidament. De fet, atès que els sectors que han anat guanyant importància al conjunt de l'economia solen tenir un *stock* de capital que es deprecia més ràpidament (per exemple, *software* o propietat intel·lectual), la depreciació del capital podria explicar l'augment de les rendes brutes de capital a nivell global. En efecte, si es tenen en compte les rendes de capital netes i el mesurament del retorn del capital estimat per Rognlie (tots dos decreixents), s'obté que el component dels «altres pagaments al capital» decreix i, en contrapartida, el component dels beneficis purs augmenta de forma molt substancial.[8]

Amb el mateix desig de desentranyar l'evolució del retorn del capital, però centrant-se, només, als EUA, Barkai[9] construeix un mesurament del retorn del capital a partir de la rendibilitat d'una cartera de bons amb una qualificació de Moodys' Aaa i de les expectatives d'inflació. Usant aquesta aproximació, mostra que els «altres pagaments al capital» han reculat de forma dramàtica en els 30 últims anys. En concret, segons aquesta estimació, han baixat el 30%, la qual cosa representa una caiguda superior a l'experimentada per les rendes del treball, del 10% en el mateix període. La contrapartida de la caiguda del pes de les rendes del treball i dels «altres pagaments al capital» és un fort augment del pes dels beneficis empresarials purs: als EUA, van augmentar del 2,2% del VAB el 1984 al 15,7% el 2014.

L'augment dels beneficis empresarials, efectivament, és un resultat que es repeteix en totes les anàlisis consultades. No obstant això, aprofundir en les raons que n'expliquen l'augment no és una tasca senzilla, ja que, en aquesta literatura, és habitual mesurar els beneficis com un residu (la part del VAB que no es destina a remunerar treball o capital). En aquest sentit, el treball de Barkai fa un pas endavant, ja que estableix una relació positiva entre l'augment dels beneficis i el nivell de concentració sectorial. Això fa pensar que la menor competència als mercats de productes i, per tant, l'augment dels marges empresarials explicarien el declivi de les rendes laborals i dels «altres pagaments al capital».

En conclusió: el pes de les rendes del treball i de les altres rendes del capital mostren una tendència descendent, que ha estat compensada per un augment del pes dels beneficis empresarials purs. Una implicació d'aquest resultat és que la preocupació sobre la desigualtat no s'hauria de centrar, únicament, en la divisió de la renda entre el treball i el capital, sinó en la comprensió de les raons que expliquen l'increment dels marges empresarials. L'article «Per què han augmentat els marges empresarials?», en aquest mateix Dossier, explica, precisament, els principals factors que han contribuït a augmentar els marges. Una altra qüestió igualment rellevant és per què les empreses, davant el notable augment dels marges empresarials, no han augmentat la distribució de beneficis i, en canvi, han optat per acumular estalvi en forma de liquiditat en els seus balanços. El proper article, «Liquiditat al sector empresarial: quan més no sempre és millor», explica el perquè.

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

7. En concret, estima el tipus d'interès real a partir de la diferència entre el valor de mercat d'una empresa i el seu valor en llibres. Vegeu Rognlie, M. (2015), «Deciphering the Fall and Rise in the Net Capital Share: Accumulation or Scarcity?», Brookings Papers on Economic Activity.
8. Karabarbounis i Neiman, en el seu primer treball, van usar mesuraments bruts. No obstant això, posteriorment, els autors van mostrar una elevada correlació entre la tendència de les rendes laborals netes i brutes. Vegeu Karabarbounis, L. i Neiman, B. (2014b), «Capital depreciation and labor shares around the world: measurement and implications», Working paper, University of Chicago. A més a més, l'ús de mesuraments nets no està lliure de controvèrsia, a causa de l'arbitrarietat del càlcul de la depreciació.
9. Barkai, S. (2016), «Declining labor and capital shares», Working paper, University of Chicago.

Per què han augmentat els marges empresarials?

Tal com ho mostra l'article «Evolució dels beneficis de les empreses cotitzades: alcista i volàtil», del Dossier d'aquest *Informe Mensual*, una gran part de l'increment dels beneficis de les empreses cotitzades dels EUA i de la zona de l'euro s'explica per l'augment del marge de beneficis (definit com la ràtio entre beneficis i vendes) fins a màxims històrics. Aquest augment, a més a més, no s'ha donat de manera uniforme a tots els sectors i empreses. És important, doncs, analitzar els factors de fons que ajuden a explicar aquesta tendència.

El grau de competència és un dels determinants clau del preu que pot fixar una empresa als seus productes. Per exemple, si hi ha pocs competidors, l'empresa tindrà més marge per augmentar el preu i podrà obtenir marges més elevats. A més del nombre de competidors, el grau de competència també depèn de factors com les barreres d'entrada al mercat (reguladores, econòmiques, tecnològiques...), del grau de concentració del sector, del creixement del mercat en qüestió o de l'efectivitat de les autoritats de defensa de la competència a l'hora de prevenir que les empreses es coordinin per fixar preus més alts. Molts dels factors que afecten el grau de competència, per tant, varien en funció del sector en què opera l'empresa.

No obstant això, a més d'aquests factors, les empreses també tenen al seu abast estratègies que els permeten millorar la posició competitiva i, per tant, augmentar el marge. Destaquen la diferenciació de producte i les millores d'eficiència en el procés productiu, dues línies d'actuació que, gràcies a les noves tecnologies i a la globalització, han rebut un impuls.

La diferenciació de producte permet que la demanda sigui menys sensible als augments en el preu (és a dir, que es torni més inelàstica), la qual cosa, al seu torn, permet a les empreses aplicar uns marges més elevats. Hi ha diverses maneres de diferenciar el producte. Una d'elles, si més no a curt termini, és mitjançant campanyes publicitàries que en millorin la imatge. Una altra manera de diferenciar el producte és mitjançant la innovació, millorant les característiques i/o les funcionalitats d'un producte ja existent. Si té èxit, la innovació en producte permet generar una demanda específica per a l'empresa, de manera que augmenta la disposició a pagar dels consumidors i, per tant, el marge de beneficis.[1]

D'altra banda, la innovació també ajuda a millorar l'eficiència amb què una empresa produeix, la qual cosa es tradueix en costos de producció més baixos i, en última instància, en un augment del marge de beneficis si la competència no pot innovar al mateix ritme. En aquesta línia, un estudi recent que analitza el comportament d'una àmplia mostra d'empreses espanyoles entre els anys 1990 i 2008 mostra com la innovació sol anar associada a un augment dels marges. En concret, la innovació en producte permet, de mitjana, un augment dels marges del 5,1%, mentre que la innovació en processos de producció s'associa a un augment del marge del 3,8% de mitjana. Atesos aquests resultats, no sorprèn que, en general, sigui als sectors en què s'innova més, com el farmacèutic o les tecnologies de la informació i la comunicació (TIC), on els marges són més elevats.

La globalització també ha contribuït a l'augment dels marges empresarials. Moltes empreses han aprofitat els avanços tecnològics i la reducció de barreres comercials per expandir-se cap a nous mercats. La literatura econòmica suggereix que aquesta major orientació exportadora de les empreses s'associa a uns marges de beneficis més elevats.[2] Pel que fa a la diferenciació de productes, hi ha una abundant evidència empírica que mostra que les empreses que exporten solen diferenciar més els productes i/o exporten béns de més qualitat (amb una demanda més inelàstica). La globalització, a més a més, ha afavorit una caiguda dels costos de producció i un augment de la dimensió de les empreses.[3] En part, les empreses que s'internacionalitzen solen ser les més competitives, però, al mateix temps, el nivell de competència als mercats globals també sol ser més elevat, la qual cosa, al seu torn, manté la pressió perquè les empreses continuïn millorant els processos de producció i perquè continuïn innovant per diferenciar els seus productes.[4] Per exemple, moltes empreses, en especial les que ja tenien una forta presència als països avançats, han utilitzat les millores tecnològiques i de transport per dividir les operacions en diferents països i han creat, així,

1. Vegeu Cassiman, B. i Vanormelingen, S. (2013), «Profiting From Innovation: Firm Level Evidence on Markups», Working paper, IESE Business School.
2. Vegeu De Loecker, J. i Warzynski, F. (2012), «Markups and Firm-Level Export Status», American Economic Review, 102(6), i Cassiman, B. i Vanormelingen, S. (2013), «Profiting From Innovation: Firm Level Evidence on Markups», Working paper, IESE Business School.
3. El nombre d'empreses multinacionals s'ha doblat amb escreix en els 25 últims anys: de 36.000 el 1990 a 81.000 el 2013. Vegeu McKinsey Global Institute (2015), «The new global competition for corporate profits».
4. Vegeu Altomonte, C. *et al.* (2014), «Internationalization and innovation of firms: evidence and policy», Special paper, Centre for Economic Performance; Cassiman, B. i Vanormelingen, S. (2013), «Profiting From Innovation: Firm Level Evidence on Markups», Working paper, IESE Business School; Forlani, I. *et al.* (2016), «Unraveling Firms: Demand, Productivity and Markups Heterogeneity», Centre for Economic Performance; Hallakyand, J. C. i Sivadasanz, J. (2009), «Firms' Exporting Behavior under Quality Constraints», Working paper, National Bureau of Economic Research; Manova, K. i Zhang, Z. (2012), «Export Prices Across Firms and Destinations», The Quarterly Journal of Economics, 127, i Mayer, T., Melitz, M. i Ottaviano, G. (2016), «Product Mix and Firm Productivity Responses to Trade Competition», Discussion Paper, Centre for Economic Performance.

cadenes de producció globals que els han permès reduir de forma considerable els costos de producció. Això els ha atorgat un enorme avantatge competitiu, la qual cosa els ha permès entrar més fàcilment en nous mercats i, sobretot, desenvolupar un model de negoci molt difícil de replicar pels seus competidors.

A aquests factors de caràcter més estructural s'ha sumat, des de la crisi financera, l'efecte del cicle econòmic. En les fases recessives del cicle econòmic, sol haver-hi dues forces que actuen de forma contraposada sobre els marges empresarials. D'una banda, en reduir-se la demanda, l'entorn se sol tornar més competitiu, la qual cosa pressiona els marges a la baixa. No obstant això, la recessió econòmica sol expulsar del mercat les empreses menys competitives, i, a més a més, les empreses han d'augmentar el marge de beneficis per poder sufragar els costos fixos. Aquesta segona força és la que, pel que sembla, ha dominat en els últims anys.[5] Un estudi recent que analitza el cas de les empreses espanyoles presenta evidència a favor d'aquest argument i conclou que una part de l'augment de marges observat des de la crisi és deguda a una disminució del grau de competència en alguns mercats.[6] Un altre factor que ha pressionat els marges a l'alça en els últims anys ha estat el temor a perdre l'accés al finançament extern o a no poder afrontar els costos financers. Així, diversos estudis mostren que les empreses que depenen més del finançament extern o que estaven més endeutades han tendit a fixar marges més elevats.[7]

En definitiva, en els últims anys, els factors cíclics i estructurals han afavorit l'augment dels marges empresarials. És previsible que els factors cíclics es vagin diluint en els propers anys, però tot fa pensar que els de fons, com el progrés tecnològic i la globalització, continuen tenint un ampli recorregut. Tant la globalització com el progrés tecnològic són factors indubtablement positius, ja que milloren el creixement econòmic i el benestar, però cal seguir de prop fins a quin punt l'augment dels marges és fruit de la recompensa que obtenen les empreses per l'èxit dels seus productes en el nou entorn i fins a quin punt és resultat d'una reducció del grau de competència.

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

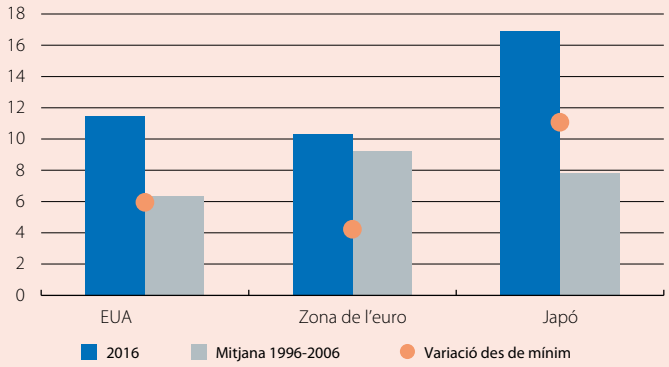
5. Per a una explicació més detallada de la contraciclitat dels marges empresarials, vegeu Rotemberg, J. i Woodford, M. (1991), «Markups and the Business Cycle», NBER Macroeconomics Annual, i Rotemberg, J. (2008), «Cyclical markups», The New Palgrave Dictionary of Economics.
6. Vegeu Montero *et al.* (2015), «Heterogeneity of markups at the firm level and changes during the Great Recession: the case of Spain», Document de Treball, Banc d'Espanya.
7. Vegeu Chevalier, J. i Scharfstein, D. (1996), «Capital Market Imperfections and Countercyclical Markups: Theory and Evidence», The American Economic Review, vol. 86, i Gilchrist *et al.* (2013), «Inflation Dynamics During the Financial Crisis», Mimeo. Per a empreses espanyoles, vegeu Montero, J. i Urtasun, A. (2014), «Price-cost mark-ups in the Spanish Economy: a microeconomic perspective», Document de Treball, Banc d'Espanya.

Liquiditat al sector empresarial: quan més no sempre és millor

La contrapartida monetària inherent a l'activitat econòmica que du a terme una empresa és la generació de fluxos de caixa. A mesura que aquests fluxos es van materialitzant, els gestors de l'empresa (la figura de l'«agent», en l'argot acadèmic) s'enfronten a una disjuntiva molt rellevant sobre l'ús que cal donar als fluxos de caixa. A grans trets, i de forma simplificada, el ventall de possibilitats comprèn quatre opcions: incrementar la inversió per aconseguir un creixement orgànic major (*capex*, en l'argot); retribuir l'accionista, mitjançant el pagament de dividends o la recompra d'accions; repagar el deute, o, finalment, atresorar liquiditat als comptes de tresoreria de la companyia. Entre aquestes quatre opcions, en els últims anys, destaca el fort augment de l'acumulació de liquiditat, que, en molts països, ha assolit màxims històrics. Això genera un intens debat, tant per entendre els factors subjacents a aquest fenomen com per avaluar-ne les conseqüències.

*Ràtio de liquiditat per regió geogràfica **

(%)



Nota: ** La ràtio de liquiditat es defineix com l'efectiu i altres actius a curt termini fàcilment convertibles en efectiu sobre el total d'actius. Es computen les ràtios de liquiditat per a les companyies no financeres dels índexs S&P 500 (EUA), Eurostoxx (zona de l'euro) i Topix (Japó). La variació des de mínim mostra la desviació, en punts percentuals, del valor de la ràtio de liquiditat del 2016 en relació amb el mínim de cada regió. Als EUA, el mínim s'assoleix al març del 2007; a la zona de l'euro, al març del 2008, i, al Japó, al gener del 2007.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i d'MSCI.*

En el pla empíric, l'evidència sobre l'acumulació de liquiditat de les empreses (*cash hoarding*, en anglès) és àmplia i està ben documentada. Un dels estudis més prominents en aquest sentit és el dels economistes Karabarbounis i Neiman, en què els autors constaten un augment de l'estalvi empresarial com a fracció del PIB a nivell global en les tres últimes dècades.[1] Una altra mostra d'aquest fenomen és l'augment que s'ha observat en l'última dècada de la ràtio de liquiditat de les companyies cotitzades dels principals països del bloc desenvolupat. La ràtio de liquiditat comprèn l'efectiu i altres actius líquids fàcilment convertibles en efectiu (en la seva majoria, instruments de renda fixa a curt termini) sobre el total dels actius de cada companyia. L'evolució d'aquesta mètrica mostra que el *cash hoarding* és un fenomen de caire global, però amb una incidència més intensa als EUA i al Japó. Així, les empreses nord-americanes tenien en liquiditat gairebé el 12% dels actius totals al final del 2016, enfront de la mitjana del 6,4% en la dècada 1996-2006. Al Japó, la ràtio de liquiditat exhibeix una pauta alcista més accentuada: el 7,8% de mitjana en el període 1996-2006 i gairebé el 17% el 2016. Finalment, el patró d'acumulació de liquiditat empresarial a la zona de l'euro ha estat menys destacable, ja que ha passat d'una mitjana del 9,2% en el període de referència al 10,5% el 2016 (vegeu el gràfic).

Si l'evidència empírica constata que el *cash hoarding* té un grau de consens elevat, no passa el mateix en el marc teòric. Als cercles acadèmics, el debat ha girat al voltant de les possibles causes dels excedents de caixa corporatius, cada vegada més elevats, i de les seves possibles conseqüències per a l'economia real. Tradicionalment, la literatura en el camp de les finances corporatives ha identificat diversos determinants de l'excedent de caixa de les empreses. Per damunt de la resta en destaquen quatre: volatilitat dels fluxos de caixa, incertesa percebuda pels gestors de l'empresa, qüestions relacionades amb el govern corporatiu de la companyia i aspectes fiscals. No obstant això, els economistes discrepen a l'hora de propugnar una teoria unificada que expliqui l'augment de la liquiditat empresarial de l'últim decenni. El primer dels determinants enumerats (la volatilitat dels fluxos de caixa) s'erigeix com un dels més importants i explica una bona part dels factors explicatius clàssics dels excedents de caixa empresarials. En un influent estudi, Almeida, Campello i Weisbach constaten una associació positiva i estadísticament significativa entre la variabilitat dels fluxos de caixa i els nivells d'efectiu en una àmplia mostra de companyies.[2] En particular, els autors mostren que la relació entre les dues variables adquireix una intensitat major en les empreses que comparteixen certs atributs, com una dimensió menor i més restriccions per accedir al finançament extern. De fet, les imperfeccions dels mercats de capitals i, en temps més recents, el paper de la regulació del sistema financer internacional són altres elements recurrents en la literatura del *cash hoarding*.

1. Vegeu Karabarbounis, L. i Neiman, B. (2012), «Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving», NBER, Working paper, núm. 18154. Els autors basen la seva anàlisi en l'evolució dels beneficis (variable flux). El lector no ha de confondre'ls amb el concepte de liquiditat empresarial, o excedent de caixa (variable *stock*).
2. Vegeu Almeida, H., Campello, M. i Weisbach, M. (2004), «The Cash Flow Sensitivity of Cash», Journal of Finance, 59(4): 1777-1804.

Altres estudis relacionats amb la volatilitat dels fluxos de caixa han destacat la importància de la incertesa com a fil conductor de l'acumulació d'efectiu, en especial després de l'esclat de la crisi financera del 2008-2009.[3] De forma més específica, les companyies acumulen *cash* per motius preventius, o de precaució, amb l'objectiu de cobrir, en major o en menor grau, el risc de patir episodis d'escassetat de liquiditat en el futur, a conseqüència, per exemple, de la materialització d'eventuals *shocks* negatius de naturalesa macroeconòmica o idiosincràtica (relativa a l'esfera de l'empresa). Això contribueix a reduir la probabilitat que, en aquest tipus d'escenaris, les companyies es vegin abocades a renunciar a oportunitats o a projectes d'inversió rendibles per falta de recursos, quan no a la fallida. Certament, la incertesa vinculada a l'evolució del cicle econòmic o al nivell de vendes de les companyies ha exhibit històricament una relació positiva amb la provisió de liquiditat. No obstant això, l'associació entre aquestes variables no és estable al llarg del temps i, en el període que ens ocupa, és feble.

També són rellevants les implicacions per a la gestió del *cash* derivades de possibles conflictes o de la desalineació d'interessos que poden aparèixer entre els executius de la companyia i els seus propietaris (l'anomenat «problema d'agència»). En els cercles empresarials i financers, aquesta qüestió ha despertat recels creixents. De fet, ha empès destacats inversors de Wall Street a reportar queixes formals davant els consells d'administració d'algunes companyies per considerar que la immobilització d'efectiu representa un clar perjudici per als interessos dels accionistes. La literatura proporciona, en aquest sentit, evidència que el problema d'agència tendeix a incrementar els nivells d'efectiu empresarials a través de múltiples canals. En particular, les empreses dels països on els drets dels accionistes i la qualitat del marc de governança corporativa estan més allunyats de les millors pràctiques mostren uns nivells de liquiditat més elevats. Segons diversos estudis, el Japó pateix aquesta problemàtica. Finalment, l'aspecte fiscal també ha rebut una certa atenció per part de la comunitat investigadora.[4] Per al cas nord-americà, l'elevat impost de societats desincentiva la repatriació dels beneficis generats fora de les fronteres del país, la qual cosa afavoreix que quedin retinguts a l'estranger.

Probablement, una peça que cal incloure en l'anàlisi és el canvi en la composició sectorial del teixit productiu i, en especial, de les empreses cotitzades. En concret, el creixement que han experimentat els sectors vinculats a la tecnologia, la informació i les comunicacions (TIC) en els dos últims lustres ha estat formidable. El 1996, només una companyia del sector TIC figurava entre les 10 més grans de l'índex S&P 500 en termes de capitalització borsària, registre idèntic al del 2006, enfront de les sis del 2016. En paral·lel, les cinc companyies d'aquest índex que presenten majors excedents d'efectiu ostenten el 25% del total, i totes elles se circumscriuen a l'àmbit de les noves tecnologies. En aquest sentit, l'elevada intensitat en recerca i desenvolupament (R+D) i la tipologia de les inversions (principalment, en capital intangible, contra el qual és difícil obtenir finançament extern) d'aquest tipus d'empreses són singularitats destacades que, pel que sembla, justifiquen la seva elevada propensió a acumular estalvi. En aquesta direcció apunta un estudi recent de la Reserva Federal, on els autors mostren que la intensitat d'innovació és un factor de primer ordre en l'anàlisi dels determinants del *cash hoarding*.[5]

Recapitulant, l'evidència sobre l'acumulació de liquiditat de les empreses és abundant. No obstant això, el diagnòstic sobre les seves causes últimes i sobre l'assignació dels pesos relatius de les forces que la poden ocasionar encara no s'ha definit. Així i tot, les evidències més recents indiquen que la inclusió de consideracions vinculades a la innovació i al canvi tecnològic en el perímetre d'estudi millora de manera sensible la comprensió d'aquest fenomen. De cara al futur, sembla raonable pensar que, a causa de la naturalesa estructural d'aquests canvis, els excedents de caixa empresarials en agregat es mantindran en cotes relativament elevades i, en qualsevol cas, per damunt dels nivells mitjans del decenni 1996-2006.

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

3. El lector trobarà una referència interessant a Sánchez, J. i Yurdagül, E. (2013), «Why Are U.S. Firms Holding So Much Cash? An Exploration of Cross-Sectional Variation», Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
4. Vegeu, per exemple, Foley, F., Hartzell, F., Titman, S. i Twite, G. (2007), «Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-based Explanation», Journal of Financial Economics, 86, 579-607.
5. Vegeu Falato, A. i Sim, J. (2014), «Why Do Innovative Firms Hold so Much Cash? Evidence from Changes in State R&D Tax Credits», Finance and Economics Discussion Series, 2014-72, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

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., 2017

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

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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