IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 410 | MARÇ 2017

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
La desincronització de la política monetària emergent

ECONOMIA INTERNACIONAL
Populisme i preferències polítiques extremes en temps convulsos: una anàlisi empírica

UNIÓ EUROPEA
La política monetària del BCE i les primes de risc sobiranes

ECONOMIA ESPANYOLA
El procés de desendeutament de les llars avança a diferents velocitats

DOSSIER: INVERSIÓ EN INFRAESTRUCTURES

Infraestructures, punt de trobada

EUA: invertir o no invertir, aquesta és la qüestió

Les infraestructures a la Unió Europea i el rol del Pla Juncker

Infraestructures i emergents: un còctel diferent per a cada etapa de desenvolupament

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Març 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:
28 de febrer 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 *La desincronització de la política monetària emergent*

10 *Cautela, la borsa nord-americana s'endinsa en màxims històrics*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Populisme i preferències polítiques extremes en temps convulsos: una anàlisi empírica*

16 *Argentina: els dilemes de l'ajust macroeconòmic*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *La política monetària del BCE i les primes de risc sobiranes*

22 *Anatomia de la productivitat a la zona de l'euro*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *El procés de desendeutament de les llars avança a diferents velocitats*

28 *La diversificació sectorial de les exportacions espanyoles*

29 Stock *d'habitatge: la petjada del passat*

32 DOSSIER: INVERSIÓ EN INFRAESTRUCTURES

32 *Infraestructures, punt de trobada*
Adrià Morron Salmeron

34 *EUA: invertir o no invertir, aquesta és la qüestió*
Clàudia Canals

36 *Les infraestructures a la Unió Europea i el rol del Pla Juncker*
Josep Mestres Domènech

38 *Infraestructures i emergents: un còctel diferent per a cada etapa de desenvolupament*
Àlex Ruiz

Seixanta anys després dels Tractats de Roma

El proper 25 de març, es compliran 60 anys de la signatura dels Tractats de Roma per part de l'Alemanya Federal, França, Itàlia i els països del Benelux. El més important d'aquests tractats va ser la constitució de la Comunitat Econòmica Europea (CEE) per desenvolupar un mercat comú, una unió duanera i polítiques comunes amb la premissa que, a mesura que augmentés la interdependència econòmica entre els països, disminuirien les possibilitats de conflicte. La CEE ha evolucionat fins a l'actual Unió Europea (UE), però, en un context d'euroescepticisme creixent, és convenient recordar que el seu objectiu principal s'ha complert: la pau entre els països membres.

Avui dia, però, la UE aspira a molt més que un futur pacífic. Aspira a comptar amb una economia inclusiva, solidària, sostenible, competitiva i preparada per al futur; a disposar de mecanismes que ajudin a afrontar les conseqüències de la crisi sobre l'atur o els nivells de deute públic; a facilitar la lluita contra el terrorisme; a garantir un marc de llibertats, de tolerància i d'igualtat davant la llei, i a tenir una veu forta en un món cada vegada més multipolar, en què els països europeus veuen diluït el seu pes individual davant l'avanç dels grans països emergents.

Aspira també, i no és menys important, a oferir als ciutadans europeus un projecte que il·lusioni. Atesa la creixent desafecció ciutadana per la política i per les seves institucions, es tracta d'un repte complex. Tampoc ajuda la pràctica habitual per part dels governs nacionals de culpar Brussel·les dels problemes i de no assumir com a pròpies les decisions adoptades conjuntament al si de la UE. En aquest context cal emmarcar el *brexit* i l'auge dels partits euroescèptics, amb la possibilitat d'una victòria a França de Marine Le Pen, que qualifica la UE de monstre antidemocràtic i que propugna la sortida de França de la Unió i l'abandonament de l'euro.

No hi ha dubte que la bretxa entre aquestes aspiracions i els instruments i els recursos de què disposa la UE és enorme. A més a més, el context actual presenta desafiaments majúsculs: els dubtes que suscita la globalització, la repercussió de les noves tecnologies, el flux de refugiats, l'amenaça terrorista...

En aquest context, el Llibre Blanc sobre el futur d'Europa que acaba de publicar la Comissió Europea, «Reflexions i escenaris per a l'Europa dels vint-i-set el 2025», sembla molt oportú per fomentar un debat informat sobre quina Europa volem. Un debat en què, òbviament, s'han d'implicar el Parlament europeu, els parlaments i les autoritats nacionals i regionals, però que, sobretot, ha d'arribar a la societat civil.

La Comissió ha plantejat, a tall il·lustratiu, cinc escenaris per al 2025 (no són exhaustius ni mútuament exclusius):

1. Continuar igual. Una opció que, segurament, seria llançar una puntada cap endavant fins que les circumstàncies –un conflicte prou important– obliguin a prendre decisions.

2. Concentrar-se en el mercat únic. No sembla una opció real per als països de la zona de l'euro, que han de fer més, i no menys, per garantir la integritat de la moneda única.

3. Impulsar una UE a dues velocitats. A la pràctica, ja estem instal·lats en aquesta opció, amb l'euro o amb Schengen, però, certament, es podria estendre a altres àmbits.

4. Fer menys però millor, concentrant-se, per exemple, en comerç, en seguretat interior, en migració, en gestió de fronteres i en defensa. De nou, no sembla una opció per als països de l'euro.

5. Fer molt més conjuntament, la qual cosa requeriria avançar cap a una unió política. Una opció per a la qual potser la major part dels països encara no està llesta, però que sembla ineludible a llarg termini per als països de l'euro.

Com diu el Llibre Blanc, a l'hora de triar el camí, hem de recordar que als europeus sempre ens ha anat millor quan hem mantingut la nostra unió, fermesa i confiança que podem construir junts el nostre futur.

Enric Fernández
Economista en cap
28 de febrer 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

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 i 4T).
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).
Posició d'inversió internacional neta (4T).
Execució pressupostària de l'Estat (desembre, gener i febrer).
Saldo de les Administracions públiques (2016).

ABRIL 2017

3 Taxa d'estalvi de les llars (4T).
4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
7 Índex de producció industrial (febrer).
17 Comptes financers (4T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (febrer).
21 Comerç exterior (febrer).
27 Execució pressupostària de l'Estat (març).
Enquesta de població activa (1T).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Índex de sentiment econòmic de l'eurozona (abril).
Avanç de l'IPC (abril).
28 Balança de pagaments (febrer).
Avanç del PIB (1T).
PIB dels EUA (1T).

El que bé comença bé acaba?

El 2017 ha començat amb bon peu. Les dades macroeconòmiques són una mica millors del que s'esperava i mostren la continuïtat de l'acceleració de l'activitat que, en moltes de les economies avançades i emergents, ja es va intuir en el tram final del 2016. Aquest inici positiu, coherent amb l'escenari central de CaixaBank Research (recordem-lo: creixement del 3,4% el 2017, enfront del 3,1% estimat del 2016), ha tingut el suport de la dinàmica dels mercats financers. Al febrer, més enllà d'algunes intermitències, els actius amb risc (borses i bons corporatius) van mantenir la senda alcista, mentre que els tipus d'interès lliures de risc van mostrar estabilitat i el dòlar i les primeres matèries, fermesa. En particular, mediàticament, va destacar la borsa nord-americana, que va superar els màxims històrics gairebé sense cap respir. Que lluny queda l'inici del 2016, quan aquest mateix mercat de valors es va col·lapsar!

Riscos, quins riscos? Els inversors anticipen que l'èxit del programa de l'Administració Trump facilitarà una clara reactivació del creixement nord-americà, al mateix temps que els factors globals que propicien el creixement continuaran ajudant els emergents i els avançats. En canvi, però, sembla que menysvaloren els riscos que, indubtablement, comporta la implementació d'una expansió fiscal en situació de plena ocupació, per no esmentar la incertesa que envolta les propostes de canvi de l'ordre comercial internacional. I aquesta serà la clau de l'exercici: les coses van bé a molts llocs del globus, i, si els riscos considerats (en especial, els riscos polítics, difícilment ponderables) no es materialitzen, les coses podrien anar fins i tot millor del que indiquen les previsions. Però, mentre no s'esvaeix la incertesa, podrien ser aconsellables una mica menys de complaença i una mica més de cautela.

Els EUA acceleren, però el combustible no prové de la nova Administració. El gegant nord-americà va canviar de marxa en la segona meitat del 2016, i tot fa pensar que la velocitat econòmica s'ha intensificat al començament del 2017, de manera que, a diferència del que va succeir en anys anteriors, el 1T podria sorprendre a l'alça. Aquesta inèrcia de creixement s'alimenta de factors com la política monetària encara expansiva, la solidesa del mercat laboral i la reactivació immobiliària, entre d'altres. Tots aquests factors són aliens als resultats esperats de l'expansió fiscal de l'Administració Trump, ja que, malgrat que és versemblant que la combinació de rebaixa fiscal i més inversió en infraestructures acabi generant més creixement, el seu impacte trigarà uns quants trimestres a materialitzar-se. Com és obvi, tampoc no existeix cap relació entre el futur estímul econòmic i el repunt dels preus que s'observa ara, una mica més fort del que s'esperava. Al març, amb la presentació del projecte de pressupostos, la nova política econòmica començarà realment a prendre forma. Llavors, i només llavors, es podran començar a reduir els enormes interrogants que envolten els EUA.

La incertesa no cedeix a Europa, però tampoc afecta el creixement. Europa encarna de forma clara la paradoxa amb què s'obre aquest resum executiu: l'expansió avança i, si els riscos polítics no s'acaben materialitzant, no seria estrany que el 2017 el creixement fos millor del previst. Però convé no oblidar que aquest «i si» és una condició important. Així ho dictaminen, si més no, els inversors en renda fixa, que continuen exigint un plus de rendibilitat apreciable als bons sobirans percebuts amb riscos idiosincràtics elevats, tant a França com a les economies perifèriques. Però, certament, mentre arriba el moment de les cites electorals decisives, els indicadors més recents apunten a una acceleració moderada del creixement i sembla que la inflació entra, definitivament, en la fase de normalització.

L'economia espanyola manté el pols ferm. El creixement real del 4T 2016 (del 0,7% intertrimestral) confirma el rumb positiu de l'economia. Com ha succeït en els últims trimestres, la demanda interna és el principal puntal de l'activitat. Un factor clau que sosté el pols intern espanyol és el to favorable del mercat laboral, una evolució que, ateses les bones xifres d'afiliació a la Seguretat Social, es va mantenir al gener. Més novetats ofereix el front dels preus. L'IPC del gener va assolir el 3,0% interanual, fruit del repunt del preu de l'electricitat i de l'efecte de base del preu del petroli, taxa en què es va mantenir al febrer. La inflació subjacent, per la seva banda, també va escalar posicions i es va situar en valors de l'1,1% després de tres mesos consecutius en ascens. El bon ritme de creixement és un factor positiu per a una economia com l'espanyola, que continua mantenint nivells de deute elevats. En particular, la lenta disminució del deute públic (va pujar el 2016 al 99,3% del PIB, enfront del 99,8% del 2015) és un recordatori de la necessitat de mantenir la consolidació fiscal. En aquest sentit, al febrer, tant l'FMI com la Comissió Europea van reiterar que l'esforç de reducció del dèficit fiscal hauria de ser més ambiciós.

PREVISIONS

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

Economia internacional

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

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

Previsions

Economia espanyola

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

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,26	0,51	1,02	1,94	0,50	0,55	0,75	0,92	1,08	1,33
Líbor 3 mesos	0,32	0,74	1,39	2,20	0,79	0,92	1,09	1,29	1,49	1,69
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	2,00	2,63	1,46	1,62	1,76	1,92	2,08	2,24
Deute públic a 2 anys	0,67	0,84	1,68	2,74	0,72	1,00	1,29	1,55	1,81	2,08
Deute públic a 10 anys	2,13	1,84	2,76	3,49	1,56	2,13	2,49	2,67	2,85	3,04
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	–0,30	–0,31	–0,32	–0,31	–0,31	–0,30
Euríbor 12 mesos	0,17	–0,03	–0,07	0,05	–0,05	–0,07	–0,09	–0,07	–0,07	–0,06
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,24	–0,58	–0,68	–0,29	–0,64	–0,71	–0,77	–0,71	–0,65	–0,58
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,10	0,48	0,85	–0,12	0,11	0,33	0,44	0,53	0,62
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,11	1,03	1,04	1,12	1,08	1,05	1,03	1,02	1,02
¥/€	134,33	120,30	120,48	120,71	114,26	117,96	122,05	121,14	119,70	119,05
£/€	0,73	0,82	0,89	0,88	0,85	0,87	0,86	0,89	0,90	0,90
PETROLI										
Brent ($/barril)	53,61	45,63	59,35	65,79	47,49	51,96	56,53	58,43	60,40	62,03
Brent (€/barril)	48,30	41,28	57,60	63,04	42,55	48,25	53,60	56,77	59,22	60,82

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

Previsions

CONJUNTURA · Placidesa en un entorn polític incert

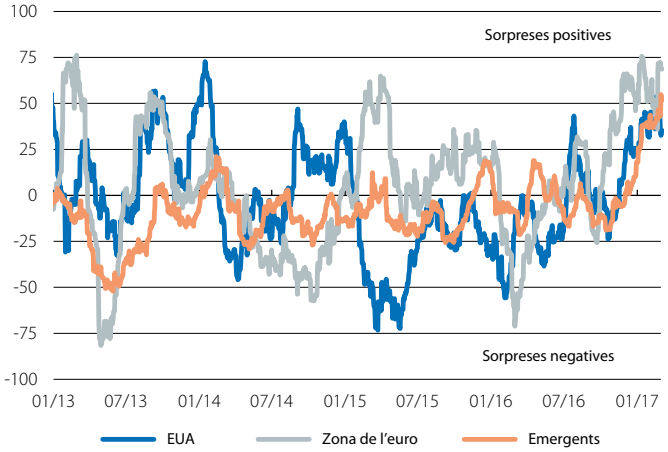
Els mercats internacionals van presentar una evolució favorable al febrer. La dinàmica de *risk-on* i de volatilitat baixa observada des de les eleccions dels EUA va tenir continuïtat, tot i que amb algunes intermitències. Així, en general, els actius amb risc (borses i bons corporatius) van perllongar la seva particular senda alcista, els tipus lliures de risc van mostrar estabilitat i el dòlar i les primeres matèries, fermesa. L'eix que alimenta aquesta pauta no ha variat en relació amb els tres últims mesos i descansa, en part, sobre les expectatives de reactivació del creixement i de la inflació als EUA propiciades per les polítiques de l'Administració Trump. Així i tot, altres factors també han contribuït recentment en aquest sentit, com el to positiu dels indicadors de conjuntura en regions clau i la bona campanya de beneficis empresarials als EUA. Ateses aquestes coordenades, el bon funcionament d'alguns actius ha estat portentós. És el cas, per exemple, de les borses nord-americanes, que han assolit nous màxims històrics, i de les borses i de les divises emergents.

Paradoxalment, l'exuberància que mostren algunes classes d'actius pot constituir un focus d'inestabilitat. En aquest sentit, la borsa nord-americana destaca de la resta. En particular, les condicions d'elevada sobrecompra i els indicadors tècnics del mercat borsari nord-americà aconsellen prudència. Si la fase actual de *momentum* borsari no remet de forma autònoma i ordenada, les probabilitats d'una correcció de certa envergadura s'incrementen. Els potencials desencadenants d'aquesta correcció són incerts, però convé no perdre de vista que l'anticipació de mesures de caire expansiu de l'Executiu nord-americà és el catalitzador principal del *rally* borsari. D'acord amb el que s'acaba de dir, sembla que el mercat descompta més els «pros» que els «contres» del programa econòmic de Trump. En conseqüència, si els inversors passen a qüestionar els primers i a donar més pes als segons, l'ajust de carteres pot ser brusc i les turbulències, notables. La divergència observada entre els nivells percebuts d'incertesa política als EUA i la volatilitat implícita de la borsa il·lustra aquest últim punt (vegeu el Focus «Cautela, la borsa nord-americana s'endinsa en màxims històrics», d'aquest *Informe Mensual*).

El mercat de *treasuries* dóna mostres d'indefinició. A diferència del comportament de la renda variable, l'evolució del deute sobirà als EUA ha registrat moviments d'anada i tornada. La rendibilitat del bo a 10 anys ha fluctuat al voltant del 2,4% i la del bo a dos anys s'ha mantingut prop de l'1,2%. Probablement, l'absència de novetats en forma d'anuncis concrets en el flanc fiscal ha propiciat el pols tranquil del deute públic nord-americà. A curt termini, la indefinició dels tipus d'interès sobirans pot ser interrompuda per descensos d'abast modest. Sobretot si la concreció de l'estratègia impositiva i de despesa pública de la nova Administració nord-americana es demora. Un altre factor que pot intensificar el replegament de les *yields* és el posiciona-

Índex de sorpreses econòmiques

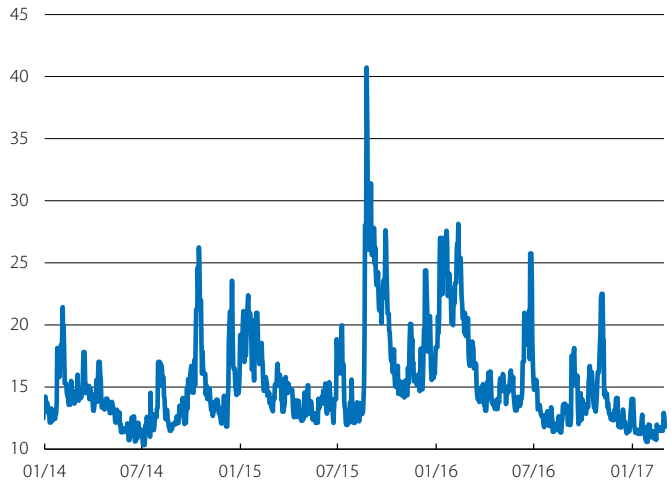
Nivell



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

EUA: volatilitat implícita de la borsa

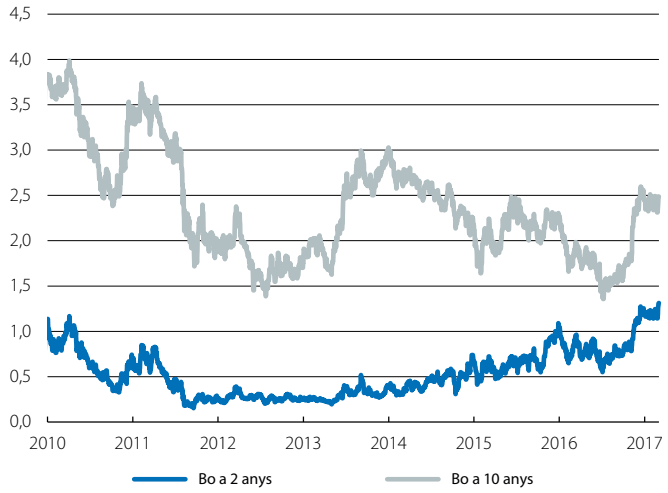
(%)



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

EUA: rendibilitat del deute públic

(%)



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

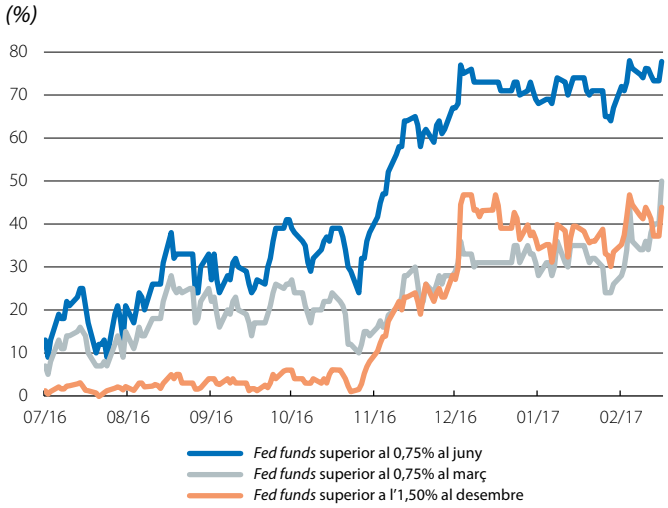
ment inversor sobre els bons sobirans a llarg termini. En concret, les posicions a la baixa (que contemplen que les rendibilitats dels bons augmentin) sobre aquests actius per part d'inversors especulatius han assolit cotes molt elevades. En qualsevol cas, l'escenari que projectem a mitjà termini per als tipus d'interès continua sent alcista. La fermesa de les dades d'activitat, el vigor del mercat laboral i la intensificació de les pressions inflacionistes avalen aquesta visió.

La Reserva Federal (Fed) reitera la seva disposició a continuar avançant en la normalització dels tipus oficials. Malgrat que l'autoritat monetària no es va reunir al febrer, els missatges recents dels membres del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) han destacat la conveniència de no ajornar les pujades de tipus. La presidenta de l'entitat, J. Yallen, va fer un ferm al·legat en aquest sentit. L'evolució recent i prevista del quadre macroeconòmic suggereix que la Fed no es desviarà dels seus plans d'efectuar tres pujades del tipus de referència (*fed funds*) enguany. A més a més, la placidesa regnant a l'entorn financer global i la millora de la confiança inversora són condicions propícies perquè la Fed implementi la seva estratègia. De fet, destacats membres del FOMC van posar l'accent en el tram final de febrer en efectuar la següent pujada de tipus «raonablement aviat». Això ha empès els agents del mercat de bons a avançar la data prevista del maig al març (amb una probabilitat superior al 50%). En paral·lel, la probabilitat que el mercat atorga al fet que el banc central dugui a terme tres o més pujades del tipus oficial el 2017 ha repuntat des del 30% al 45%.

A la zona de l'euro, el BCE manté la política d'estímuls, però els inversors es comencen a preguntar per quant de temps. Igual que va succeir amb la Fed, tampoc va haver-hi reunió del Consell de Govern (CG) del BCE al febrer, però les declaracions dels membres del CG han estat coherents amb els missatges que va comunicar Draghi al gener, tot i que amb matisos. És a dir, es constata la necessitat de mantenir el programa de compra d'actius dins el termini i en la forma escaient per consolidar la recuperació de la inflació subjacent, que encara presenta un to llangorós. No obstant això, les sorpreses a l'alça en els registres d'inflació i d'activitat han esperonat els posicionaments més crítics amb la prolongació de les mesures no convencionals. Ara com ara, les expectatives dels tipus monetaris no indiquen un excessiu nerviosisme inversor perquè s'avanci la finalització del QE. Però, previsiblement, el debat sobre aquesta qüestió adquirirà més entitat en els propers mesos.

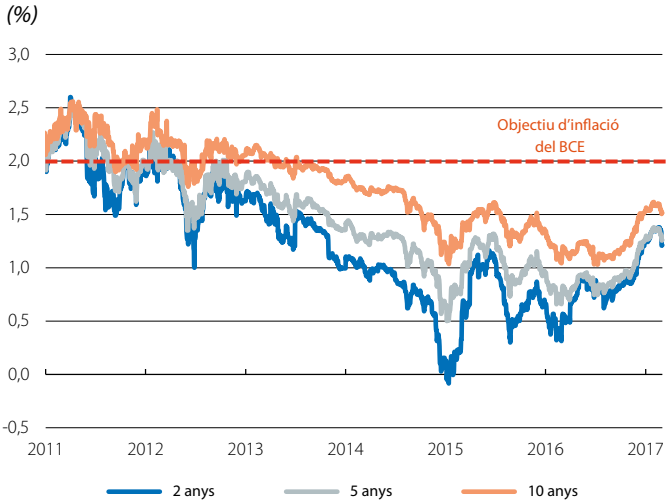
La incertesa política marca el pas del deute sobirà europeu. En pocs mesos, els riscos predominants a la zona de l'euro han passat de ser de naturalesa macroeconòmica (o financera) a política. En efecte, la incertesa política es manté en cotes molt elevades a causa dels múltiples fronts existents. Les eleccions als Països Baixos i a França i la complexa negociació que comporta el *brexit* són els focus destacats, tot i que no són els únics. En particular, els inversors s'han mostrat preocupats per una eventual sorpresa en les eleccions presidencials franceses. Això s'ha traduït en el replegament de les rendibilitats del *bund* ale-

*EUA: probabilitat de pujades del tipus oficial **



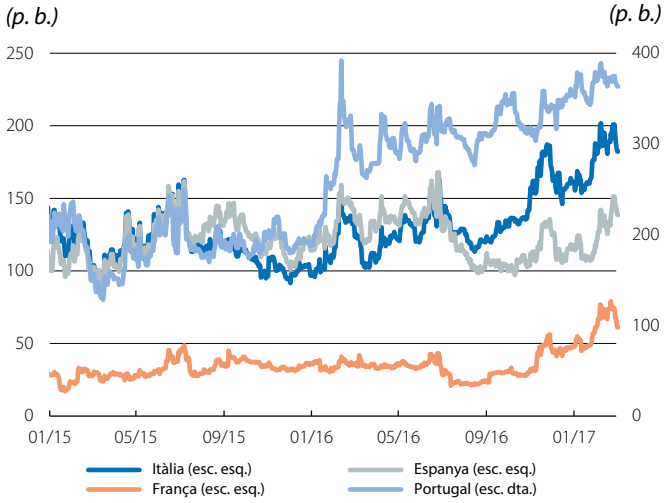
Nota: ** Probabilitats calculades a partir dels futurs del* fed funds.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

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



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

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



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

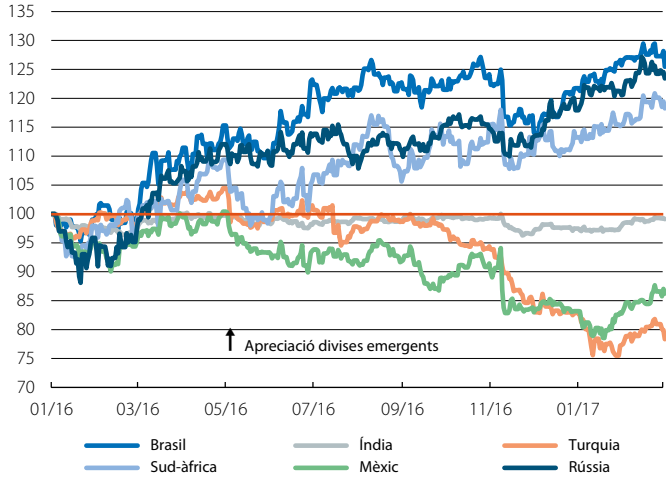
many, en la flexió a l'alça de les primes de risc perifèriques i en el repunt de la prima de risc del deute francès, que s'ha situat al voltant dels 75 p. b., cota que, tot i no ser motiu d'alarma, no s'assolia des de l'any 2012.

La renda variable agafa impuls, però la disparitat geogràfica i sectorial persisteix. Als factors centrals ja assenyalats del *momentum* borsari, cal afegir la recuperació dels beneficis corporatius i la redoblada apetència pel risc (*search for yield*). La dinàmica alcista ha estat particularment intensa als EUA, on els quatre grans índexs (S&P 500, Dow Jones, Nasdaq i Russell) han assolit nous màxims històrics. En relació amb els comptes empresarials, el creixement dels beneficis als EUA ha estat raonablement satisfactori (el 5% interanual) després de les ensopegades dels trimestres anteriors. Destaca l'avanç dels beneficis del sector tecnològic i financer (al voltant del 10% en els dos casos). La disparitat sectorial dels retorns borsaris també ha estat intensa, amb els sectors tecnològic, financer i de construcció al capdavant. D'altra banda, la renda variable de la zona de l'euro ha tornat a quedar ressagada en relació amb la dels EUA (el 2,1%, enfront del 5,5%, des de l'inici d'enguany), pauta habitual en els últims anys. No obstant això, els beneficis a la regió emeten senyals clars de recuperació i, tot i no disposar encara de les dades d'una mica menys de la meitat de les companyies, han crescut el 12% interanual en el 4T 2016. Aquest últim element, al costat de la millora de les perspectives econòmiques de la zona de l'euro, contrasta amb el pobre comportament relatiu de la majoria de borses europees. Això deixa entreveure els efectes de l'elevada incertesa política a Europa sobre l'apetència inversora cap a les borses del Vell Continent.

Els actius de l'àrea emergent capegen amb nota el complex panorama polític del bloc avançat. Com s'apuntava al començament d'aquest article, les borses i les divises emergents han mostrat guanys sòlids. El conglomerat borsari emergent ha registrat un avanç del 5% al febrer. Per la seva banda, l'índex J. P. Morgan de divises emergents s'ha apreciat el 2,5% durant el mes de febrer i ha recuperat ja la totalitat de la reculada posterior a les eleccions als EUA. El mercat de renda fixa no ha quedat al marge d'aquesta pauta i les primes de risc sobiranes i corporatives han baixat. Les bones dades d'activitat emergents, la progressiva reconducció dels desequilibris (interns i externs) i unes mètriques de valoració atractives (en agregat) són els factors que sostenen aquesta tendència constructiva. La consolidació del preu del petroli per damunt dels 55 dòlars per barril també ha contribuït a millorar la percepció del risc emergent. Així i tot, els riscos continuen sent elevats. En aquest sentit, destaquen les conseqüències que pot tenir sobre l'evolució de l'apetència inversora l'augment dels tipus d'interès per part de la Fed, en especial si acaba sent més ràpid del que descompta el mercat. El contrapunt a la bonança de l'àrea emergent el continuen encarnant Mèxic i Turquia, baules de feblesa per causes idiosincràtiques.

Divises emergents enfront del dòlar

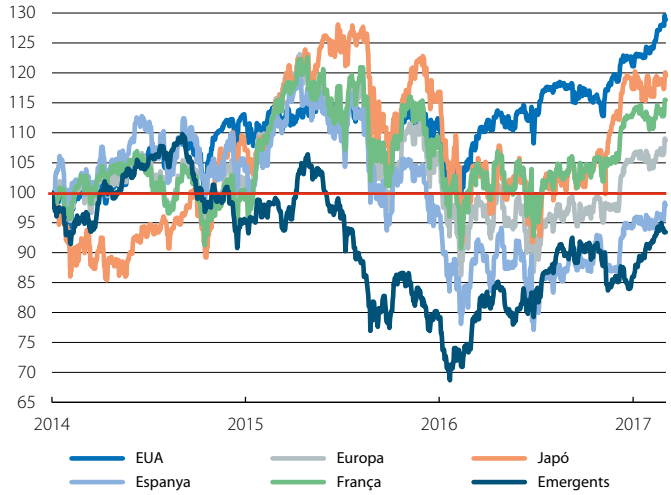
Índex (100 = gener 2016)



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

Principals borses internacionals

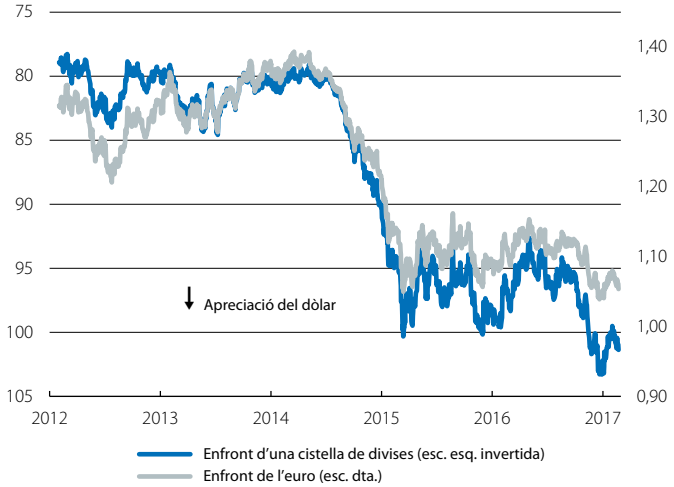
Índex (100 = gener 2014)



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

Tipus de canvi del dòlar

Índex *(Dòlars per euro)*



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

FOCUS · La desincronització de la política monetària emergent

Des de la crisi financera del 2008, els bancs centrals dels països desenvolupats han monopolitzat els debats en l'àmbit de la política monetària, mentre que les accions dels seus homòlegs als països emergents s'han quedat en un segon pla. En aquest article, tornem a posar el focus en la política monetària emergent.

Al llarg de l'última dècada, l'evolució de la política monetària a les economies emergents, mesurada com la mitjana dels tipus de referència dels bancs centrals de 20 països en desenvolupament, s'ha caracteritzat per quatre fases principals. Un primer període, de l'octubre del 2008 fins a la meitat del 2010, durant el qual la política monetària emergent va estar marcada per una pauta acomodatícia significativa i generalitzada davant l'impacte de la crisi financera i de la relativa feblesa de la inflació. Una segona fase, entre la segona meitat del 2010 i les acaballes del 2011, en què les fortes pressions inflacionistes, amb una inflació que va vorejar el 7% per al conjunt de les economies emergents, van forçar la majoria dels bancs centrals emergents a imposar un canvi radical cap a polítiques més restrictives. No obstant això, aquesta fase restrictiva no va trigar a revertir-se amb l'esvaïment de les pressions inflacionistes entre el 2012 i el 2013. Finalment, des de mitjan 2013, s'ha observat un lleuger biaix restrictiu.

No obstant això, aquesta tendència de relativa estabilitat que s'observa a nivell global des del 2013 amaga divergències molt notables dins el bloc emergent. Així, si fem una valoració per regions, les polítiques monetàries dels principals blocs emergents van evolucionar de forma semblant des de l'esclat de la crisi financera fins al 2013. A partir del 2013, però, s'ha observat una clara desincronització de les polítiques emergents, amb un biaix restrictiu a l'Amèrica Llatina i un biaix més acomodatici a l'Europa de l'Est, mentre que la política monetària a Àsia ha tingut una inclinació restrictiva fins al final del 2014, per adoptar, després, una dinàmica més expansiva (vegeu el gràfic).

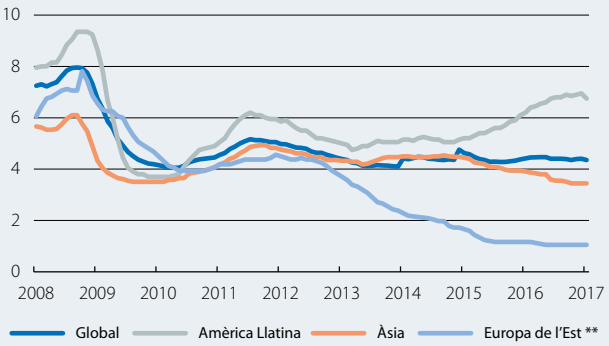
Una de les principals explicacions d'aquesta divergència és l'esvaïment del *shock* global que va comportar la crisi financera del 2008. En aquest sentit, la coincidència d'aquesta desincronització amb el *taper tantrum* al maig del 2013, que pot ser considerat com un primer senyal de l'atenuació de les conseqüències de la crisi financera per al cicle econòmic mundial, és força il·lustrativa.

Aquesta desincronització és conseqüència, principalment, de dos factors. Primer, és el reflex de la divergència de la política monetària entre els dos grans bancs centrals del bloc desenvolupat i del seu impacte a les diferents zones d'influència. Així, el biaix restrictiu de la Fed, amb l'anunci del *taper tantrum* el 2013, ha exercit pressions a l'alça sobre els tipus de referència dels bancs centrals de l'Amèrica Llatina. En canvi, el manteniment d'una política molt acomodatícia per part del BCE ha pressionat a la baixa els tipus de referència a l'Europa de l'Est. Més enllà de les diferents influències externes, però, un segon factor que explica aquesta desincronització és la divergència de les condicions cícliques de cada país. En particular, l'evolució de la inflació a les diferents regions justifica aquesta divergència de la política monetària al bloc emergent. Així, des del 2013, la inflació continguda als països asiàtics i a l'Europa de l'Est (amb l'excepció de Rússia) ha atorgat un marge de maniobra per a la implementació d'una política monetària més acomodatícia en aquestes regions. En canvi, la reaparició de pressions inflacionistes a l'Amèrica Llatina a partir del 2014 ha justificat el manteniment d'una política restrictiva, mentre que l'evolució recent cap a un lleuger biaix acomodatici respon a la moderació de la inflació a la regió. En termes reals, per tant, els tipus d'interès han continuat sent força similars entre les diferents regions.

De cara al futur, el manteniment de la divergència entre la política de la Fed i la del BCE continuarà afavorint una certa desincronització de la política monetària emergent. No obstant això, la sincronia dels tipus reals en els últims anys fa pensar que el factor que hauria de dominar és el canvi en les dinàmiques d'inflació, que tendirà a reduir-se als països de l'Amèrica Llatina i a accelerar-se als països asiàtics i, sobretot, als de l'Europa de l'Est. Això hauria de permetre que la política monetària emergent torni a convergir en els propers anys.

Índex de política monetària emergent *

(%)



Notes: ** Mitjana simple dels tipus de referència de 20 bancs centrals emergents (Brasil, Xile, Xina, Colòmbia, Corea del Sud, Filipines, Hongria, Índia, Indonèsia, Israel, Malàisia, Mèxic, Perú, Polònia, República Txeca, Romania, Rússia, Sud-àfrica, Tailàndia i Turquia).*
*** No inclou Rússia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

FOCUS · Cautela, la borsa nord-americana s'endinsa en màxims històrics

Des del 2009, l'índex S&P 500 ha desplegat una de les fases alcistes més llargues de la seva història i exhibeix ja valoracions considerablement elevades. La ràtio entre el preu i els beneficis dels 12 últims mesos es troba en 23, mentre que la mitjana històrica és de 15,6, i l'índex CAPE es troba al voltant de 29, també clarament per damunt de la mitjana històrica de 16,7.[1] Aquest nivell només ha estat superat en dues ocasions: durant les bombolles del 1929 i del 1999-2001. Això genera un intens debat sobre el recorregut que li queda al cicle alcista actual i sobre la possibilitat d'una correcció brusca a la baixa.

Entre els diferents factors que impulsen a l'alça les cotitzacions borsàries en els últims mesos, destaquen la bona campanya de resultats empresarials, la recuperació de les operacions de fusions i adquisicions, el retorn gradual dels inversors minoristes a la borsa i algunes de les promeses del president Trump. Pel que fa al primer factor, serveixi de referència que la proporció d'empreses que van publicar beneficis superiors als esperats pels analistes en el 4T 2016 ha assolit el 73%. Destaca la bona campanya de resultats de les empreses del sector tecnològic, de la salut i del sector financer. Com a conseqüència, els analistes revisen a l'alça les previsions de beneficis per als propers exercicis. A més a més, aquest canvi en les perspectives dels inversors també es basa en la confiança que transmet la Fed sobre l'evolució futura de l'economia nord-americana.

Pel que fa al potencial impacte de l'agenda econòmica de l'Administració Trump, tot i que algunes mesures poden tenir un efecte molt positiu sobre la borsa, la veritat és que algunes altres el poden contrarestar àmpliament. D'una banda, la política fiscal (reducció de l'impost de societats, augment de la despesa en infraestructures...) i reguladora (desregulació d'alguns sectors clau, com l'energia o els serveis financers) pot afavorir les cotitzacions borsàries a curt i a mitjà termini. No obstant això, d'altra banda, un augment del proteccionisme o dels controls migratoris podria penalitzar notablement les empreses nord-americanes. Així mateix, la borsa també es podria veure perjudicada per un impuls fiscal que acabi generant un augment de les pressions inflacionistes superior a l'esperat i que podria comportar un important repunt dels tipus d'interès a llarg termini.

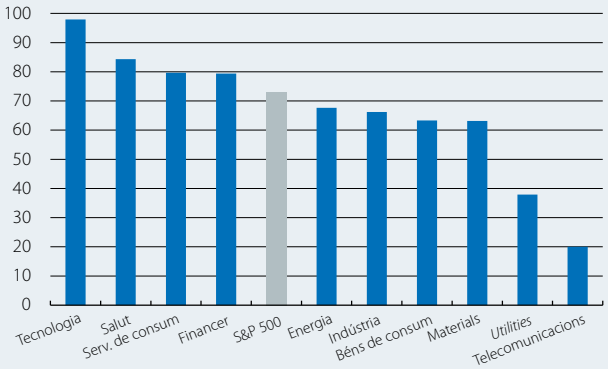
Calibrar l'impacte de l'agenda econòmica de l'Administració Trump sobre la borsa no solament és difícil pel signe contraposat d'algunes de les mesures, sinó, sobretot, perquè, ara com ara, la majoria de mesures no han estat concretades. Com ho mostra el gràfic adjunt, la incertesa en matèria de política econòmica es manté elevada. En aquest context, crida l'atenció el nivell històricament baix en què es manté la volatilitat de la borsa nord-americana, tant la registrada en els últims mesos com l'esperada. Una de les referències més utilitzades per capturar aquesta volatilitat és l'índex VIX, que, en l'actualitat, se situa al voltant d'11,3, enfront d'una mitjana històrica de 19,6.

Històricament, l'índex VIX i l'índex d'incertesa de política econòmica han fluctuat de forma molt similar. Aquest cop, però, sembla que els inversors en borsa nord-americana han pres partit i anticipen que el programa de l'Administració Trump finalment serà favorable per als seus interessos. No obstant això, no serà fàcil impulsar de manera significativa una economia propera a la plena ocupació. A més a més, pot ser que s'estiguin menysvalorant els riscos associats als altres aspectes controvertits de l'agenda de Trump. Mentre la incertesa no s'esvaeixi, la cautela és aconsellable, ja que els elevats nivells de valoració poden ser molt vulnerables als eventuals contratemps.

1. L'índex CAPE és la ràtio entre el preu i els beneficis mitjans dels 10 últims anys.

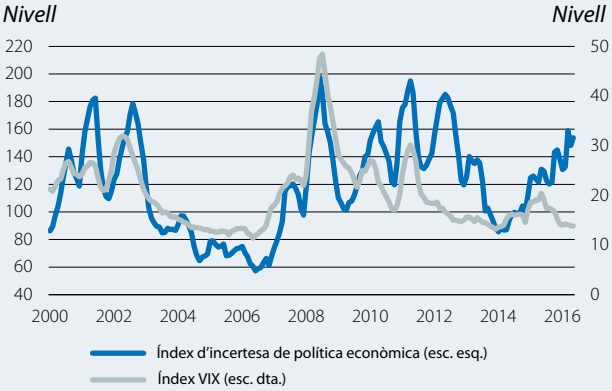
EUA: sorpreses positives en els beneficis empresarials en el 4T 2016

(% d'empreses que han publicat un benefici per acció superior a l'esperat pels analistes)



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

EUA: índex VIX i índex d'incertesa de política econòmica *



Nota: ** Mitjana mòbil de sis mesos. Índex d'incertesa de política econòmica de Baker, Bloom i Davis.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	28-feb	31-gen	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**	–0,33	0	–1,1	–12,5
Euríbor 12 mesos	**–0,11**	–0,10	–1	–2,8	–8,6
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,88**	–0,66	–22	–7,9	–39,6
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,90**	–0,70	–20	–13,4	–32,9
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**0,21**	0,44	–23	0,2	10,3
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**1,66**	1,60	6	27,6	13,0
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	**145**	116	29	27,0	2,4
EUA					
Fed funds (límit superior)	**0,75**	0,75	0	0,0	25,0
Líbor 3 mesos	**1,05**	1,03	2	5,2	41,7
Líbor 12 mesos	**1,74**	1,71	3	5,4	56,1
Deute públic a 1 any	**0,82**	0,76	6	0,9	22,3
Deute públic a 2 anys	**1,26**	1,20	6	7,2	48,6
Deute públic a 10 anys	**2,39**	2,45	–6	–5,4	65,5

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

	28-feb	31-gen	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**73**	73	0	0,9	–27,3
Itraxx Financer Sènior	**92**	91	1	–1,7	–16,6
Itraxx Financer Subordinat	**211**	212	0	–10,1	–26,1

Tipus de canvi

	28-feb	31-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
$/€	**1,058**	1,080	–2,1	0,6	–2,7
¥/€	**119,270**	121,800	–2,1	–3,0	–2,7
£/€	**0,854**	0,858	–0,5	0,1	9,3
¥/$	**112,770**	112,800	0,0	–3,6	0,1

Primeres matèries

	28-feb	31-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**432,6**	432,5	0,0	2,3	12,8
Brent ($/barril)	**55,6**	54,7	1,6	0,3	54,6
Or ($/unça)	**1.248,3**	1.210,7	3,1	8,3	0,8

Renda variable

	28-feb	31-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**2.363,6**	2.278,9	3,7	5,6	22,3
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.319,6**	3.230,7	2,8	0,9	12,7
Ibex 35 (Espanya)	**9.555,5**	9.315,2	2,6	2,2	12,9
Nikkei 225 (Japó)	**19.119,0**	19.041,3	0,4	0,4	19,3
MSCI emergents	**936,4**	909,2	3,0	8,6	26,5
Nasdaq (EUA)	**5.825,4**	5.614,8	3,8	8,2	27,8

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

CONJUNTURA · El 2017 s'accelerarà el creixement mundial

Es consolida l'escenari d'acceleració del creixement a nivell global. En el tram inicial de l'any, els indicadors d'activitat a nivell global han aportat dades positives. Així, les dades macroeconòmiques van ser una mica millors del que s'esperava, tant a les economies avançades com a les emergents. Aquesta inèrcia positiva avala l'escenari de referència de CaixaBank Research 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). Aquestes previsions favorables es basen en un entorn monetari que continuarà sent molt acomodatici, en la recuperació gradual del preu del petroli i en la consolidació de la recuperació emergent que ja s'albirava a les acaballes del 2016.

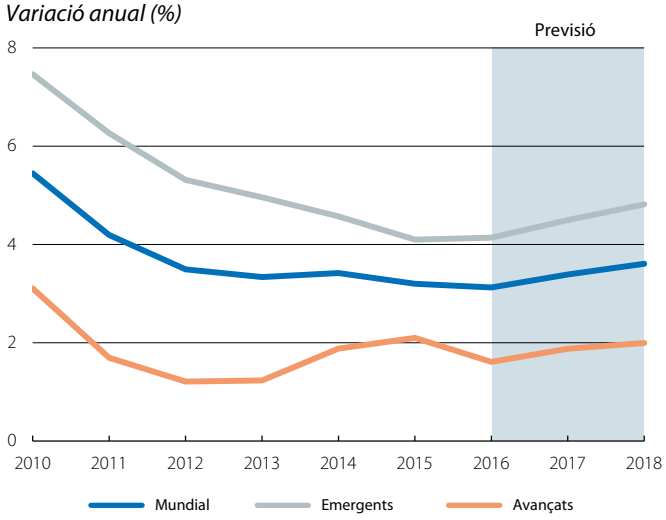
De tota manera, l'augment de la inflació i els factors polítics són elements que cal tenir en compte en el balanç de riscos. Malgrat aquestes perspectives raonablement satisfactòries, els riscos a nivell mundial continuen sent elevats. En particular, les dades d'inflació al començament del 2017 han estat més elevades del que s'esperava a les economies avançades, la qual cosa justifica un lleuger augment de la inflació mundial prevista el 2017. Si el repunt de les tensions inflacionistes s'allarga de forma sostinguda al llarg del 2017, es podria convertir en un element de risc no menor, ja que podria erosionar el poder de compra dels consumidors i alterar l'escenari de política monetària considerat. D'altra banda, el clima d'incertesa política en què es troben immersos alguns països avançats podria enterbolir l'escenari de referència. En concret, les primeres accions de l'Administració Trump pel que fa a temes migratoris i a les relacions diplomàtiques han incrementat la incertesa als EUA. Així i tot, mantenim un escenari basat en una aplicació pragmàtica de l'agenda Trump, gràcies al sistema americà de *checks and balances* i a la influència moderadora d'una part del Partit Republicà (al novembre del 2018, hi ha eleccions al congrés i es renova un terç del senat, de manera que els republicans no es voldran veure perjudicats per les accions de Trump). Per la seva banda, Europa, amb els comicis als Països Baixos, França, Alemanya i, probablement, Itàlia a l'horitzó, s'enfronta a un calendari electoral molt carregat.

ESTATS UNITS

Esperant Trump, l'economia continua avançant a bon ritme. Donald Trump encara no ha concretat el programa de govern en l'àmbit econòmic. En aquest sentit, els mesos de març i d'abril seran claus, ja que s'espera que Trump presenti la proposta de pressupost a debatre al Congrés nord-americà, la qual cosa permetrà dilucidar més clarament l'abast de les seves propostes de rebaixa fiscal i de més impuls a la despesa en infraestructures i el grau de suport que suscita a les files republicanes (si la proposta és molt ambiciosa, una part del partit republicà s'hi podria oposar). Aquesta situació d'*impasse* polític no ha estat obstacle perquè prosseguís la bona tònica de l'economia nord-americana i es confirmés el punt de maduresa cíclic en què es troba. Així, per exemple, els indicadors de confiança empresarial (ISM)

PIB mundial

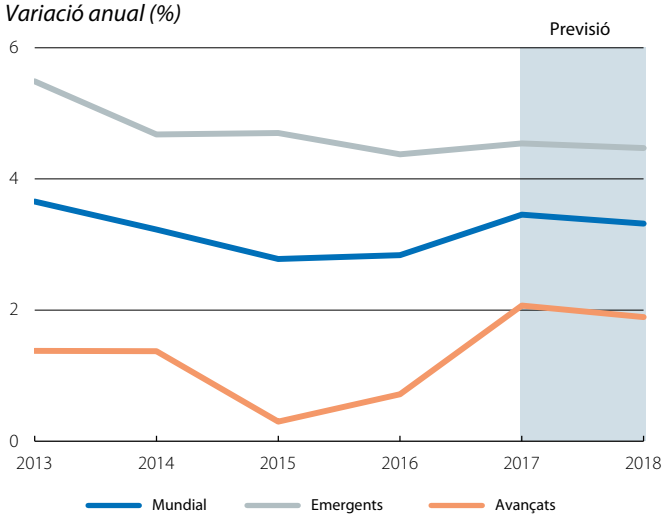
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

Inflació mundial

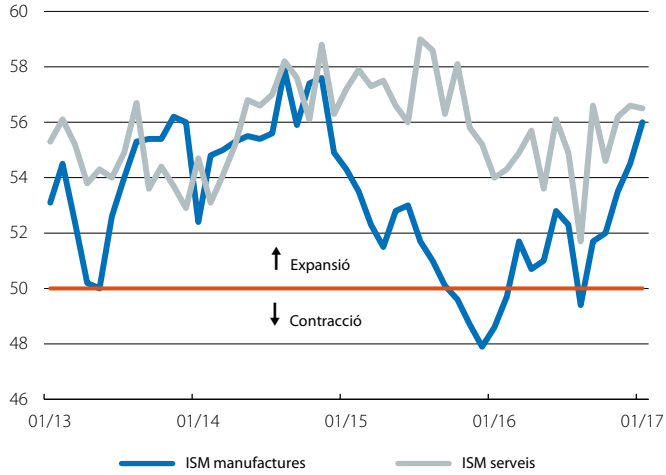
Variació anual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

EUA: indicadors d'activitat

Nivell



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

de les manufactures i els serveis es van mantenir en una confortable zona expansiva al gener, en els 56,0 punts i en els 56,5 punts, respectivament (per damunt del límit dels 50 punts).

Quin és el marge de millora de l'economia nord-americana? L'evolució del mercat laboral va ser realment pròspera. Així, d'una banda, al gener, la taxa d'atur es va mantenir gairebé estable en el 4,8%. De l'altra, es van crear 227.000 llocs de treball, substancialment per damunt del que s'esperava, i els salaris van avançar un significatiu 2,5%, la qual cosa suggereix que l'economia nord-americana manté el seu vigor. Sembla que la solidesa del mercat laboral confirma que l'economia es troba en una situació propera a la plena ocupació, la qual cosa suggereix que els efectes positius de l'impuls fiscal anunciat per Trump serien, probablement, reduïts. A més a més, cal tenir en compte que aquest estímul podria acabar pressionant el deute públic a l'alça i generar tensions inflacionistes apreciables.

La inflació als EUA continua la tendència alcista. Al gener, esperonada pel fort avanç del component energètic i, en especial, de la benzina (el +7,8% intermensual), es va situar en el 2,5%, 4 dècimes per damunt del registre del mes anterior. Per la seva banda, la inflació subjacent es va situar en el 2,3%, 1 dècima més que al desembre. Ateses aquestes dades, CaixaBank Research ha revisat a l'alça les previsions d'inflació del 2017, que passen del 2,5% al 2,7% en la mitjana de l'any.

El quadre macroeconòmic reforça les previsions de pujades de la Fed. L'actual entorn macroeconòmic, caracteritzat per un repunt de la inflació nord-americana superior a l'esperat i per les bones dades d'activitat, avala l'escenari de tipus de CaixaBank Research, que preveu tres pujades el 2017. Per la seva banda, el mercat, encoratjat per les dades macroeconòmiques i pels recents missatges *hawkish* emesos per la Fed, descompta ja entre dues i tres pujades el 2017.

JAPÓ

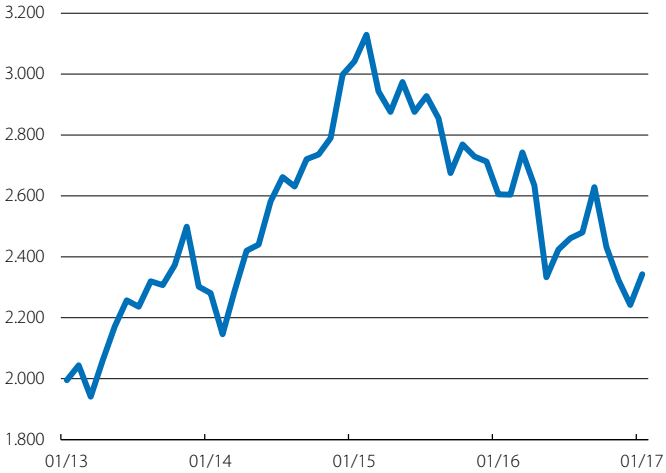
El Japó torna a donar mostres de feblesa. El PIB del Japó va créixer el 0,2% intertrimestral en el 4T 2016 (l'1,6% interanual), la qual cosa representa una desacceleració en relació amb els tres primers trimestres de l'any. Amb aquesta xifra, la mitjana anual del 2016 es va situar en un modest 1,0%. Per components de demanda, l'avanç del PIB es va produir gràcies a la contribució de les exportacions i de la inversió no residencial. De cara al 2017, la dada del 4T, lleugerament per damunt de les previsions, justifica una revisió tècnica en la previsió del PIB de l'1,0% a l'1,1%. Així i tot, aquest ajust no ha d'ocultar que l'economia japonesa continua immersa en una tessitura delicada, afligida per una demanda interna feble i per una inflació massa baixa, tal com ho testifiquen l'atonia del consum privat (va presentar un avanç nul en el 4T) i l'absència de pujades salarials apreciables.

EMERGENTS

Els emergents comencen el 2017 amb bon peu. El bon moment de les economies emergents es va evidenciar en l'indicador d'activitat agregat per al conjunt dels països emergents elaborat per l'IIF, que, al gener, va assolir una taxa de creixe-

EUA: mercat laboral

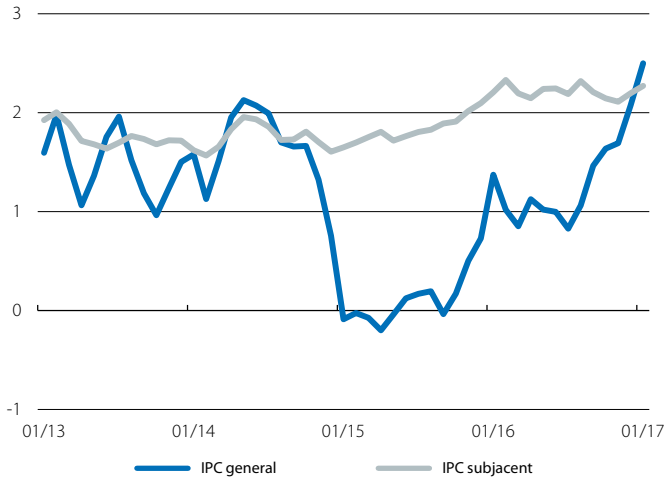
Creació d'ocupació acumulada de 12 mesos (milers)



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

EUA: IPC

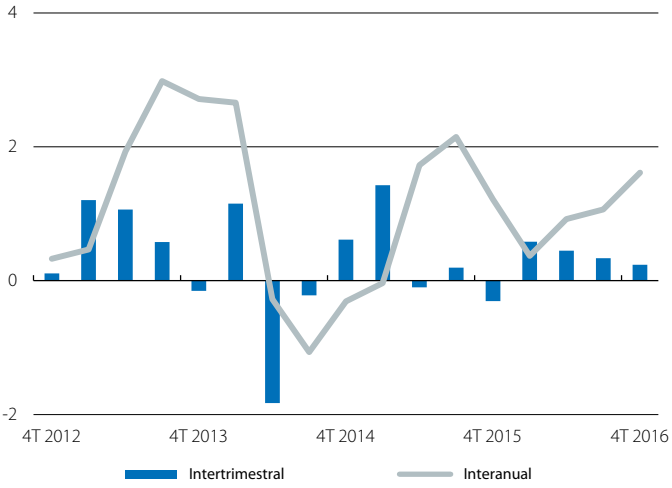
Variació interanual (%)



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

Japó: PIB

Variació intertrimestral i interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina del Gabinet del Japó.*

ment del 6,4% (intertrimestral anualitzat), la qual cosa representa un augment d'1,1 p. p. en relació amb el mes de desembre. No obstant això, aquest indicador contrasta amb la previsió de creixement de l'IIF per a les economies emergents en el primer trimestre del 2017, que és molt menor (en concret, la previsió de la taxa de creixement intertrimestral anualitzat per al 1T 2017 és del 3,8%). La raó d'aquesta divergència, entre altres factors, és deguda al fet que l'indicador d'activitat agregat del gener encara no capturava riscos a la baixa com l'alentiment puntual de l'economia índia en el 4T.

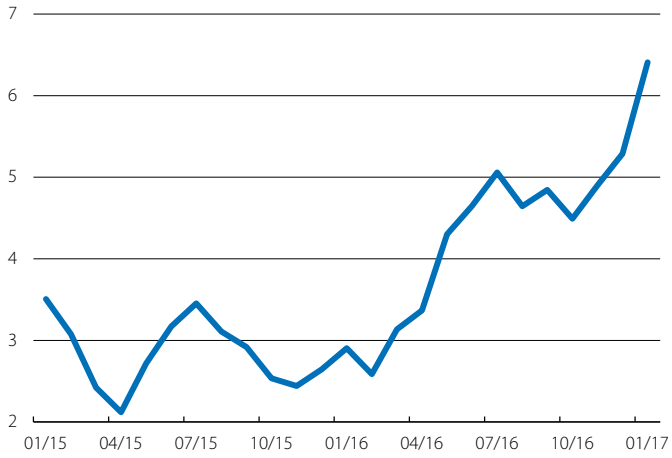
Els fluxos de capitals confirmen la lluna de mel emergent. En el tram final del 2016, les economies emergents van patir abundants sortides netes de capitals, que es van intensificar després de la victòria de D. Trump en els comicis nord-americans del novembre. Aquesta dinàmica es va trencar al gener, primer mes en què, segons les estimacions de l'IIF, aquestes economies van anotar entrades notables de capital estranger (deute i accions) per valor de 12.300 milions de dòlars. En concret, van destacar els fluxos cap a l'Àsia emergent (8.000 milions de dòlars) i l'Amèrica Llatina (3.200 milions de dòlars).

Xina: sense novetats al front. Durant les festivitats de l'Any Nou xinès, la publicació d'indicadors econòmics es redueix i les poques dades publicades no aclareixen gaire les perspectives immediates. En aquest context una mica particular, destaquen les dades positives del sector exterior, malgrat que cal interpretar-les amb cautela, ja que els comerciants xinesos van incrementar les exportacions al gener de manera significativa abans del període de vacances, que es va estendre des del final de gener fins a l'11 de febrer. Malgrat la millora dels indicadors d'activitat en els últims mesos, mantenim el nostre escenari de desacceleració gradual del PIB el 2017 i el 2018, tot i que amb riscos a la baixa derivats del complex context financer que envolta el gegant asiàtic.

L'Índia manté gairebé intacta la lluentor i Mèxic intenta capejar el temporal. L'economia índia va patir una suau desacceleració en el 4T 2016, ja que el creixement va ser del 7,0%, una mica per sota del 7,4% del tercer trimestre. Així i tot, la dada ha sorprès en positiu, ja que el consens dels analistes i l'FMI esperaven un creixement notablement inferior a causa dels efectes negatius de la retirada dels bitllets de major denominació, que el Govern de Modi va anunciar per sorpresa al començament de novembre amb el propòsit de fer aflorar una bona part de l'economia submergida. D'aquesta manera, la contracció de l'oferta monetària, produïda pels retards i per les traves a l'hora de bescanviar aquests bitllets de forma eficient, ha llastat l'activitat i el comerç molt menys del que s'esperava en una economia on només el 40% de la població té accés al sector bancari. A Mèxic, per la seva banda, la revisió del PIB del 4T va presentar, finalment, un creixement intertrimestral del 0,7%, 1 dècima més en relació amb la primera estimació realitzada al final de gener. Aquesta dada, inferior a l'1,0% del 3T, reflecteix la desacceleració de l'economia mexicana davant el *shock* d'incertesa que envolta la política comercial dels EUA. Malgrat tot, s'havien fet previsions més negatives, la qual cosa suggereix que la bona dinàmica de l'activitat de la qual partia el país abans del *shock* modera, de moment, els seus efectes.

Emergents: índex de creixement

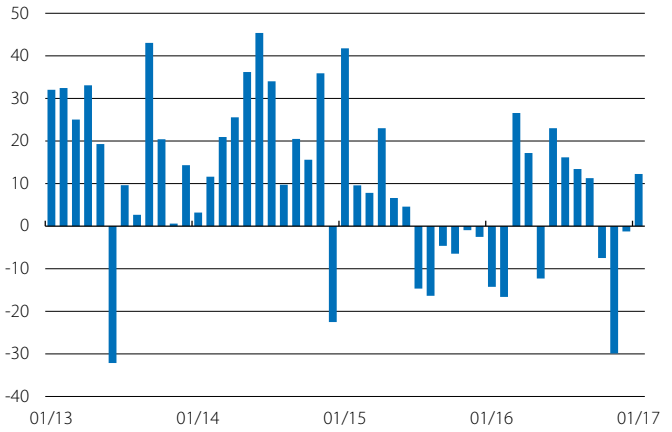
Variació intertrimestral anualitzada (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institute of International Finance (EM Growth Tracker).*

*Entrades netes de capital cap als emergents **

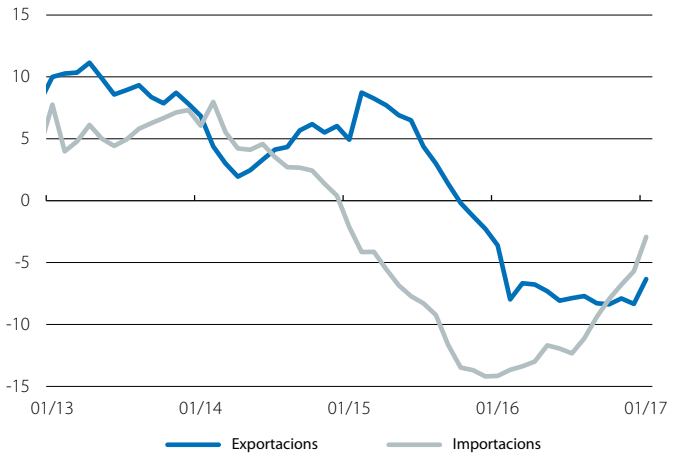
(Milers de milions de dòlars)



Nota: ** Fluxos de cartera (deute i accions). Països inclosos: Brasil, Xile, Xina, Índia, Indonèsia, Mèxic, Polònia, Rússia, Sud-àfrica i Turquia.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

*Xina: comerç exterior de béns **

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



Nota: ** Dades nominals en dòlars.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Duana xinesa.*

FOCUS · Populisme i preferències polítiques extremes en temps convulsos: una anàlisi empírica

El populisme és un fenomen polític que està actualment en voga i que, fins i tot, tindrà més visibilitat en els propers mesos. Això és així a causa dels riscos polítics que comportarien, si es materialitzessin, les propostes esgrimides per les formacions populistes a l'avantsala de les imminents cites electorals dels Països Baixos i de França. No obstant això, el populisme és un concepte difícil de definir i el debat per establir-ne el perímetre continua obert. A Europa, sovint s'ha associat amb les opcions polítiques que se situen en els extrems de la distribució ideològica, fins al punt que el prestigiós *think tank* britànic Chatham House ha encunyat el terme «populisme-extremisme». Això suggereix que, si s'entén millor el comportament i els factors relacionats amb les opcions polítiques extremes, es podrà aclarir una mica més l'auge dels populismes.

Amb aquest objectiu, utilitzem l'European Social Survey (ESS), una de les enquestes mes completes per analitzar les inclinacions polítiques dels ciutadans europeus. En concret, aquesta enquesta és útil per avaluar l'embranzida de les propostes polítiques extremes, ja que pregunta a cada enquestat on se situaria en una línia esquerra-dreta que va del 0 al 10. L'ESS es realitza a Europa cada dos anys des del 2004 i la més recent, del 2014, va entrevistar 40.185 ciutadans de 21 països europeus.

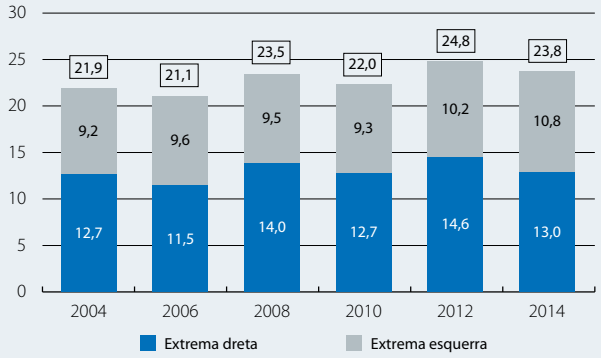
Abans de res, cal assenyalar que, el 2014, segons les dades de l'ESS, el 23,8% de la població europea s'identificava amb posicions polítiques extremes, corresponents a posicions entre 0 i 2 per a l'extrema esquerra i entre 8 i 10 per a l'extrema dreta. D'aquest percentatge, el 13,0% se situava a l'extrema dreta i el 10,8%, a l'extrema esquerra. Sorprenentment, aquest percentatge ha estat relativament estable al llarg del temps i, el 2004, assolia ja un valor del 21,9%. Així i tot, es va produir un avanç lleuger, però que crida l'atenció, després de la crisi financera del 2008, perquè la identificació amb aquests postulats polítics va passar del 21,1% del 2006 al 23,5% del 2008, quan es va dur a terme la primera enquesta realitzada després de la crisi.

Llavors, si les preferències per les opcions polítiques extremes s'han mantingut relativament estables, per què han eclosionat les formacions populistes recentment? Hi ha dos elements que poden ajudar a entendre millor aquesta aparent paradoxa. D'una banda, molts partits populistes van néixer arran de la crisi financera, ja que van captar la pèrdua de credibilitat dels partits polítics tradicionals i van decidir entrar en l'arena política per aprofitar l'augment del descontentament social. De l'altra, els efectes adversos de la crisi econòmica i la pèrdua de confiança en les principals institucions haurien pogut animar els segments de votants proclius a donar suport a formacions populistes a acudir a les urnes i haurien descoratjat els votants més orientats a donar suport de nou als partits tradicionals.[1]

Una qüestió molt candent del debat actual sobre el populisme pivota al voltant de la importància dels factors econòmics (entre els quals destaca la desigualtat) per explicar l'avanç de les opcions populistes. Per analitzar aquesta qüestió, utilitzem de nou l'ESS per veure les característiques dels enquestats que donen suport a les opcions polítiques extremes. En particular, agrupem les respostes que donen els enquestats a les diferents preguntes de l'ESS en quatre grups. El primer grup està format pels factors econòmics (entre els quals destaquen la renda familiar, la preocupació per la desigualtat i l'atur). El segon grup agrupa els factors socioculturals i demogràfics (com, per exemple, la importància que donen els enquestats als valors tradicionals, l'actitud davant els immigrants, l'edat o l'educació). Els dos grups restants són indicadors de confiança en les institucions i del nivell de felicitat dels enquestats. Quan es calcula la contribució de cada grup per explicar les preferències per les opcions polítiques extremes,[2] s'obté que els factors econòmics tenen un pes del 20%, un percentatge gens menyspreable però no preponderant i clarament inferior al pes del grup dels factors socioculturals i demogràfics, amb el 51%, i dels indicadors de confiança en les institucions, amb el 24%. En altres paraules, la cèlebre frase «és l'economia, estúpid» manté una certa vigència, però ja no és el que era.

*Evolució de les preferències per opcions polítiques extremes a Europa **

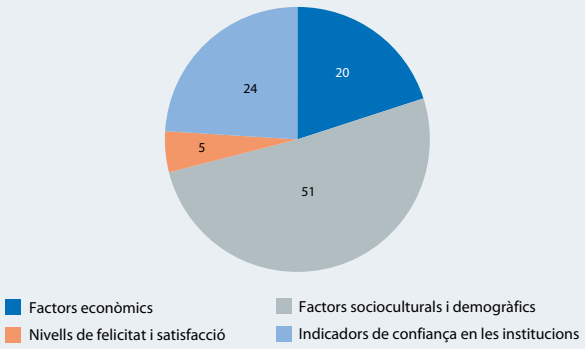
(% del total d'enquestats)



Nota: ** Les opcions polítiques extremes corresponen, en la línia esquerra-dreta que va del 0 al 10, a les posicions polítiques entre 0 i 2 (extrema esquerra) i entre 8 i 10 (extrema dreta).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de les diferents enquestes de l'European Social Survey.*

Factors que expliquen les preferències per opcions polítiques extremes

Contribució de cada factor (% del total)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'European Social Survey del 2014.*

1. Vegeu Guiso, L., Herrera, H., Morelli, M. i Sonno, T. (2017), «Demand and supply of populism», CEPR.

2. Formalment, es planteja el model de probabilitat lineal: $Extr_{i,2014} = \beta * FE_{i,2014} + \gamma * FSC_{i,2014} * + \alpha * IC_{i,2014} + \mu * NF_{i,2014} + Ø_{país} + \varepsilon_i$. On $Extr_{i,2014}$ és una variable *dummy* igual a 1 si l'individu *i* tenia posicions polítiques extremes el 2014, $FE_{i,2014}$ és el vector de factors econòmics; $FSC_{i,2014}$ és el vector de factors socioculturals, $IC_{i,2014}$ és el vector d'indicadors de confiança, i $NF_{i,2014}$ és el vector de nivells de felicitat. Per últim, $Ø_{país}$ són efectes fixos per a cada país i ε_i és un terme d'error aleatori.

FOCUS · Argentina: els dilemes de l'ajust macroeconòmic

Després d'accedir a la presidència al desembre del 2015, Mauricio Macri va impulsar un canvi de política econòmica que representava una ruptura amb el passat i que prioritzava un ajust ràpid. Tenint en compte que el quadre macroeconòmic heretat era insostenible, va ser una opció lògica. L'Argentina havia crescut poc en l'última dècada (el 2,2% de mitjana anual), la inflació era elevada (el 25% al final del 2015, segons les estimacions més fiables), el tipus de canvi oficial estava sobrevalorat (al desembre del 2015, de l'ordre del 40%) i el dèficit públic assolia el 6,6% del PIB el 2015. Per completar un panorama difícil, cal recordar que l'Argentina va impagar el seu deute el 2001, un episodi que va comportar notables conflictes amb els creditors i l'exclusió dels mercats de capitals internacionals durant 14 anys.

En aquest context, la nova política econòmica, perseguint un ajust ràpid de l'economia, va actuar, essencialment, sobre quatre eixos. El primer, la liberalització econòmica i financera, centrada, principalment, en la flexibilització del règim canviari i en la liberalització dels preus interns, molt subvencionats en certes categories, com l'energia. En segon lloc, una política monetària restrictiva, que va dur el tipus d'interès del 33,0% el 2015 al 38,0% a mitjan 2016 (malgrat que, amb posterioritat, la rebaixa de la inflació va facilitar la disminució del tipus d'interès fins al 24,75% actual). Un tercer eix va ser l'ajust fiscal, que va combinar l'esmentada rebaixa dels subsidis a l'energia amb altres mesures a més llarg termini, com la reducció del nombre de funcionaris. Finalment, l'ajust es va completar amb un conjunt d'actuacions per guanyar confiança entre els inversors internacionals i per recuperar l'accés als mercats de capitals. La més rellevant d'aquestes actuacions va ser la resolució dels litigis judicials pendents amb els creditors estrangers.

La nova estratègia va ser ben acollida per la comunitat financera internacional, com es va posar de manifest amb les emissions internacionals de bons realitzades a l'abril del 2016 (la primera des del *default* del 2001), que es va tancar amb èxit amb un espectacular volum de 16.500 milions de dòlars, al juny del 2016 (2.750 milions de dòlars) i al gener d'enguany (7.000 milions de dòlars).

No obstant això, més enllà d'aquesta bona recepció, la veritat és que els efectes negatius de l'ajust macroeconòmic són notables i superiors als previstos. L'entrada de l'economia en recessió era previsible, però la seva intensitat ha sorprès. Quan es va anunciar el programa d'ajust, es preveia que el PIB cauria el 0,2% el 2016. Les últimes xifres, en canvi, apunten a una reculada del 2%. Així mateix, i com a resultat combinat de la forta devaluació del peso (el 37% des de la flotació lliure al desembre del 2015) i de la liberalització dels preus, la inflació es va situar en el 40% al final del 2016 (malgrat que, en els últims mesos, s'ha reduït ja de manera significativa). El flanc de la consolidació fiscal tampoc no ha funcionat com s'esperava, ja que els ingressos fiscals es veuen més afectats per la recessió del que s'esperava, i la contenció de les despeses és inferior a la prevista per dos motius. D'una banda, a l'agost del 2016, la Cort Suprema de Justícia va suspendre l'augment de la tarifa de gas per als usuaris residencials, que representen el 30% del consum nacional. De l'altra, una part de la despesa social, en particular les transferències socials a les províncies i la despesa de les prestacions per atur, ha augmentat, no solament per l'efecte cíclic, sinó, també, perquè el Govern n'ha incrementat la quantia. La decisió d'augmentar la despesa social es pot vincular a una evolució econòmica més negativa del que s'esperava, però, probablement, també té relació amb el fet que el malestar social que ha generat l'ajust s'ha traduït en una pèrdua de popularitat de l'Administració Macri (que, així i tot, encara és netament superior a la de l'anterior Govern al final del seu mandat).

En aquest context, quines són les perspectives del país per al 2017 i el 2018? El Govern brega amb una situació econòmica pitjor que la que vaticinaven les previsions i ha d'afrontar unes eleccions legislatives crítiques a l'octubre del 2017. Malgrat tot, en els escenaris que la majoria dels analistes comparteixen, s'espera que, ja el 2017, se surti de la recessió i que la inflació segueixi una trajectòria a la baixa. Durant aquest període, s'anticipa una política monetària restrictiva i una estratègia fiscal que ajornarà el gros de l'ajust pressupostari. La qüestió principal és si la recuperació arribarà a temps per a aquestes eleccions.

Argentina: principals indicadors macroeconòmics

	2009-2013	2014	2015	2016 (e)	2017 (p)	2018 (p)
Creixement del PIB real (%)	2,3	–2,5	2,7	–2,4	2,5	3,5
Inflació IPC (%)	11,9	38,1	26,5	40,2	22,3	16,0
Saldo compte corrent (% del PIB)	–0,2	–1,4	–2,5	–2,3	–3,2	–3,6
Saldo fiscal (% del PIB)	–2,4	–4,0	–6,6	–7,1	–7,4	–6,6
Deute públic (% del PIB)	43,2	43,6	52,1	51,8	50,7	51,2

Nota: *(p) Previsions; (e) Estimació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.*

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	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17
Activitat							
PIB real	2,4	2,6	1,6	1,3	1,7	1,9	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,5	4,3	4,0	4,4	3,6	3,8	4,4
Confiança del consumidor *(valor)*	86,9	98,0	96,0	94,8	100,7	107,8	111,8
Producció industrial	2,9	0,3	–1,6	–1,1	–1,0	–0,1	0,0
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	55,6	51,4	50,0	51,5	51,1	53,3	56,0
Habitatges iniciats *(milers)*	1.001	1.108	1.151	1.159	1.145	1.249	1.246
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	171	179	187	188	188	192	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	6,2	5,3	4,9	4,9	4,9	4,7	4,8
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,0	59,4	59,8	59,7	59,8	59,7	59,9
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–2,8	–2,8	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	...
Preus							
Preus de consum	1,6	0,1	1,1	1,0	1,1	1,8	2,5
Preus de consum subjacent	1,7	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3

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

JAPÓ

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17
Activitat							
PIB real	0,2	1,3	0,4	0,9	1,1	1,6	–
Confiança del consumidor *(valor)*	39,3	41,3	41,4	41,2	42,1	42,1	43,2
Producció industrial	2,1	–1,2	–3,2	–1,7	0,5	2,6	1,5
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	13,5	12,8	6,0	6,0	6,0	10,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,6	3,4	3,2	3,2	3,0	3,1	...
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–2,5	–0,5	–0,2	0,1	0,5	0,7	0,9
Preus							
Preus de consum	2,8	0,8	0,0	–0,3	–0,5	0,3	...
Preus de consum subjacent	1,8	1,0	0,6	0,6	0,2	0,1	...

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	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17
Activitat							
PIB real	7,3	6,9	6,7	6,7	6,7	6,8	–
Vendes al detall	12,0	10,7	10,3	10,2	10,5	10,6	...
Producció industrial	8,3	6,1	5,9	6,1	6,1	6,1	...
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	50,7	49,9	49,5	50,1	50,2	51,4	51,3
Sector exterior							
Balança comercial[1] *(valor)*	383	608	588	576	554	513	508
Exportacions	6,0	–2,3	–14,3	–7,5	–7,0	–5,2	8,0
Importacions	0,4	–14,2	–14,1	–7,1	–4,7	2,1	16,7
Preus							
Preus de consum	2,0	1,4	2,1	2,1	1,7	2,2	2,5
Tipus d'interès de referència[2] *(valor)*	5,60	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,2	6,3	6,5	6,5	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 · El creixement a la zona de l'euro guanya fermesa

Prossegueix la bona marxa de l'economia europea, malgrat la incertesa. El creixement a la zona de l'euro ha resistit bé els episodis d'inestabilitat financera i els esdeveniments polítics del 2016. Una mostra d'això és la millora generalitzada dels indicadors d'activitat d'aquests últims mesos, que es tradueix ja en una revisió a l'alça de les previsions de creixement. CaixaBank Research el situa en l'1,7% el 2017, 0,2 p. p. per damunt de la previsió del mes anterior. La Comissió Europea també l'ha revisat lleugerament a l'alça, fins a l'1,6%. No obstant això, la incertesa que envolta l'escenari de previsions continua sent elevada, en especial pel risc polític (negociacions del *brexit* i cites electorals als Països Baixos, a França, a Alemanya i a Itàlia). A aquests riscos interns se sumen els provinents dels EUA (la incertesa que envolta l'impuls fiscal anunciat per l'Administració Trump, els possibles canvis en la política comercial i la normalització monetària de la Fed). Així i tot, la recuperació de la zona de l'euro pot guanyar tracció si aquests riscos es resolen de manera favorable.

La recuperació econòmica s'ha estès a un major nombre de països. Eurostat va confirmar que el ritme de creixement del PIB de la zona de l'euro en el 4T va ser del 0,4% intertrimestral, el mateix que en el trimestre anterior. Amb aquesta dada, el creixement del PIB per al conjunt del 2016 es va situar en l'1,7%. Per països, destaca en positiu el fort avanç d'Espanya (el 0,7% intertrimestral, el mateix registre que en el 3T) i de Portugal (el 0,6%, 5 dècimes per damunt de la mitjana del 1T al 3T). Per la seva banda, França i Alemanya van créixer el 0,4% intertrimestral en el 4T, un registre 2 i 3 dècimes superior al del trimestre anterior, respectivament. En canvi, Itàlia va continuar mostrant un ritme de creixement feble (del 0,2% intertrimestral). Per als propers trimestres, esperem que el creixement al conjunt de la zona de l'euro es mantingui en un ritme similar, entre el 0,4% i el 0,5% intertrimestral.

Els països de l'Europa emergent continuen creixent, però de forma desigual. Les dades del PIB del 4T mostren que els països de la regió mantenen un ritme de creixement elevat i, en la majoria de casos, superior al del 3T. Per països, continua destacant el creixement de Romania i d'Eslovàquia, per damunt del 4,5% i del 3,0% interanual, respectivament. També ha destacat en positiu el creixement de Polònia, amb un avanç del 3,1% interanual (el 2,1% en el trimestre anterior). D'altra banda, Hongria i la República Txeca van decebre amb un creixement inferior a l'esperat. Per al 2017, s'espera que la majoria d'aquests països mantinguin una taxa de creixement propera al 3%, atesos el bon to de l'activitat a la zona de l'euro (el seu principal mercat) i el major vigor de la demanda interna.

L'activitat a la zona de l'euro mostra un to sòlid en el 1T. Així ho reflecteix l'índex compost PMI, que es manté còmodament en zona expansiva (per damunt dels 50 punts) i que, al febrer, va augmentar fins als 56 punts, el nivell més alt des de l'abril del

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

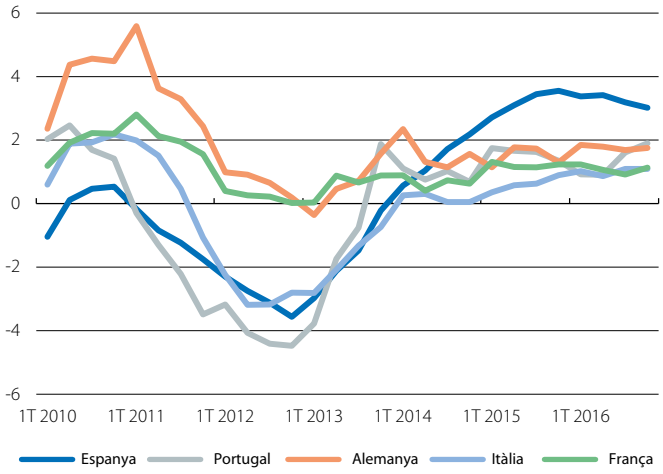
Variació anual (%)

		Previsió		Variació en relació amb la previsió tardor 2016	
	2016	2017	2018	2017	2018
Zona de l'euro	1,7	1,6	1,8	▲ 0,1	▲ 0,1
Alemanya	1,9	1,6	1,8	▲ 0,1	▲ 0,1
França	1,2	1,4	1,7	=	=
Itàlia	0,9	0,9	1,1	=	▲ 0,1
Espanya	3,2	2,3	2,1	=	=
Portugal	1,3	1,6	1,5	▲ 0,4	▲ 0,1

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (European Economic Forecast, Winter 2017).*

PIB

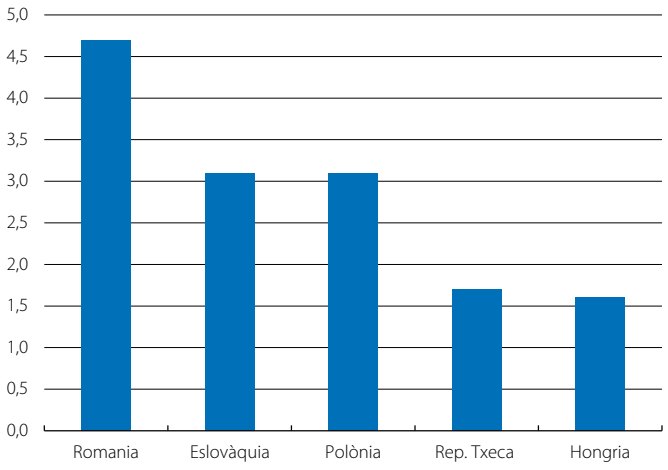
Variació interanual (%)



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

Europa emergent: PIB del 4T 2016

Variació interanual (%)



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

2011. Per la seva banda, l'índex de sentiment econòmic (ESI) va augmentar lleugerament fins als 108 punts al febrer. Per països, França va liderar l'increment de l'índex compost PMI, amb un registre de 56,2 punts (54,1 al gener), mentre que, a Alemanya, l'índex va assolir els 56,1 punts (54,8 en el mes anterior) per primera vegada des del 2014 i l'indicador de sentiment empresarial IFO va tornar a assolir el nivell màxim dels tres últims anys. Aquests registres apunten a una certa acceleració del ritme de creixement a la zona de l'euro en el primer trimestre del 2017.

El consum privat continua empenyent la recuperació. Les vendes al detall van augmentar l'1,4% interanual al desembre i van tancar el 4T 2016 amb un creixement del 2,3%. Aquest avanç, per damunt de l'observat en el 3T (l'1,5%), continua situant el consum privat com un dels principals suports de la recuperació econòmica de la zona de l'euro. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro es va situar en els –6,2 punts, un registre una mica inferior al del gener (–4,9) però molt per damunt del nivell mitjà del 2016 (–7,7). En els propers mesos, s'espera que el bon to del consum de les llars continuï, amb el suport de la millora del mercat laboral i dels baixos tipus d'interès, i que contribueixi a l'avanç de la inflació subjacent.

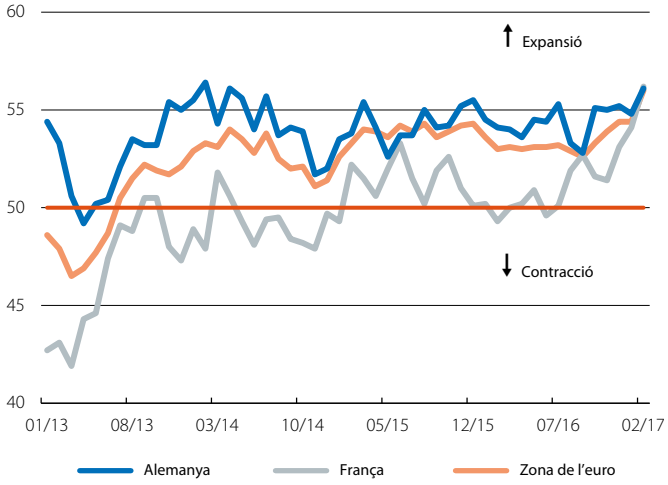
Es consolida l'avanç de la inflació a la zona de l'euro. Eurostat va confirmar que la inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), va ser de l'1,8% al gener, 7 dècimes per damunt de la dada del desembre, a causa d'una major contribució del component energètic i dels aliments no processats. D'altra banda, es va confirmar que la inflació subjacent es va mantenir en el 0,9% al gener. En els propers mesos, esperem que la inflació general mantingui la tendència a l'alça, a causa de l'augment del preu del petroli, i que la inflació subjacent es recuperi de forma gradual amb l'avanç de l'activitat i amb les millores al mercat laboral. En aquest sentit, destaca en positiu la recuperació de les expectatives d'inflació des de mitjan 2016, que reflecteixen la notable reducció del risc de deflació a la zona de l'euro.

El superàvit per compte corrent de la zona de l'euro assoleix màxims històrics. El superàvit de la balança per compte corrent de la zona de l'euro (acumulat de 12 mesos) va arribar als 364.700 milions d'euros al desembre, un registre equivalent al 3,4% del PIB i superior als 319.400 milions d'euros del desembre del 2015. L'augment va ser degut, en bona part, a un major superàvit en el saldo de béns (372.200 milions d'euros, equivalent al 3,5% del PIB), impulsat per la depreciació de l'euro. Per als propers trimestres, esperem que el superàvit extern disminueixi de forma gradual amb la continuació de la recuperació de la zona de l'euro i amb l'augment del preu del petroli.

La recuperació grega no avança i la saga del rescat obre un nou capítol. L'economia grega va tornar a créixer el 2016, després de la reculada del 2015. No obstant això, el creixement es manté feble (el 0,3% el 2016) i el PIB se situa encara el 26% per sota del nivell precrisi. D'altra banda, encara no s'ha arribat a un acord per al desemborsament dels propers pagaments pre-

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

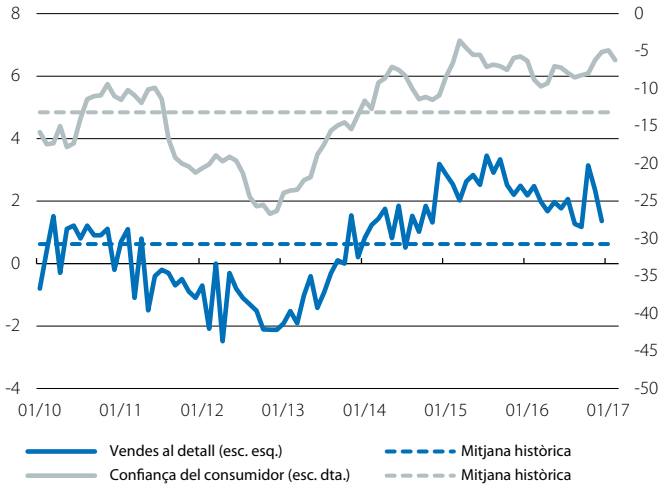
Nivell



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

Zona de l'euro: indicadors de consum

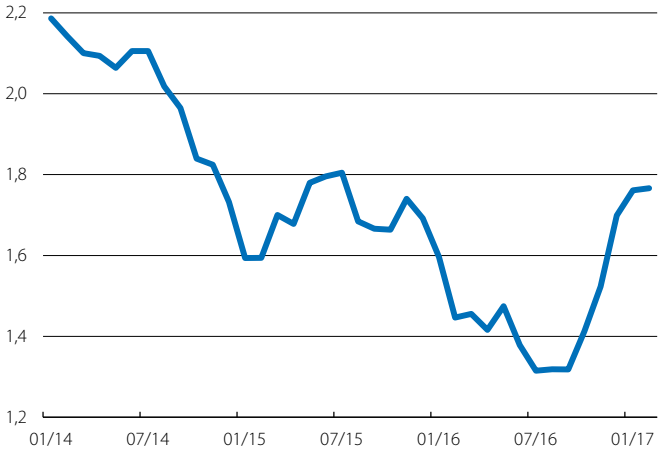
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Expectatives d'inflació: zona de l'euro *

(%)



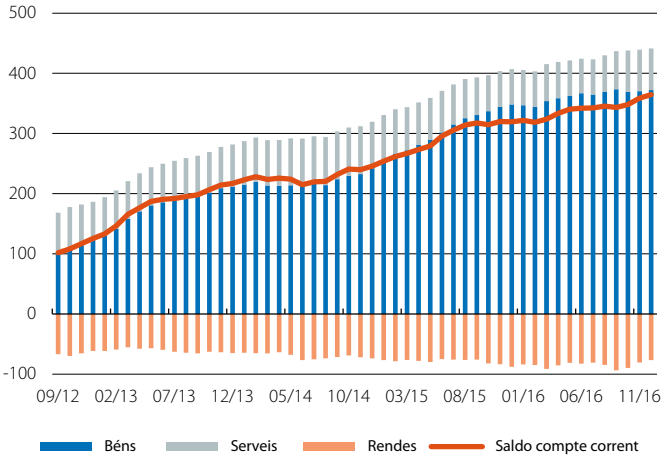
Nota: ** Swaps d'inflació, expectatives a cinc anys d'aquí a cinc anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

vistos al tercer programa de rescat (aprovat a l'estiu del 2015). Un primer pas en aquesta direcció ha estat la decisió que les diferents institucions implicades (Comissió Europea, BCE, FMI i MEDE) tornin a Atenes per negociar un paquet addicional de reformes estructurals centrat en la millora del sistema impositiu, de la regulació del mercat laboral i de les pensions. En aquest sentit, la correcta implementació de les reformes que s'acordin serà fonamental per augmentar el creixement de l'economia grega i per assegurar la sostenibilitat del deute públic.

Milloren les perspectives econòmiques a Portugal. L'economia portuguesa va créixer a un ritme superior a l'esperat pel conjunt d'analistes en el 4T 2016 (el 2,0% interanual, enfront de l'1,6% previst), amb el suport del bon to de la demanda interna, en especial la inversió, i de les exportacions. Així i tot, el creixement per al conjunt del 2016 es va situar en l'1,4%. En els propers trimestres, s'espera que l'economia continuï avançant a un ritme semblant. Així ho reflecteixen les previsions del consens d'analistes, que apunten a un creixement de l'1,5% el 2017 i de l'1,4% el 2018 (igual que l'escenari de CaixaBank Research). Malgrat tot, els costos de finançament del país lusità es mantenen elevats. D'una banda, això és degut a la preocupació dels inversors per la situació de la banca i de les finances públiques. A aquests riscos idiosincràtics s'ha sumat, recentment, la incertesa política que plana sobre el conjunt de la zona de l'euro, que esperem que s'esvaeixi al llarg del 2017. En relació amb la situació de la banca, en els últims mesos, s'han fet avanços considerables perquè s'esvaeixi la incertesa sobre la situació del sector, la qual cosa propiciarà que la prima de risc iniciï una tendència a la baixa. Pel que fa a la situació de les finances públiques, tot fa pensar que el dèficit pressupostari del 2016 s'haurà situat per sota del 3% del PIB, de manera que Portugal sortirà del procediment de dèficit excessiu que té obert amb la Comissió Europea. De fet, la Comissió ja ha revisat a la baixa les previsions de dèficit públic per al 2016 del 2,7% del PIB fins al 2,3%. No obstant això, el nivell de deute públic es manté elevat (al voltant del 130% del PIB), de manera que Portugal no pot abaixar la guàrdia.

Zona de l'euro: compte corrent

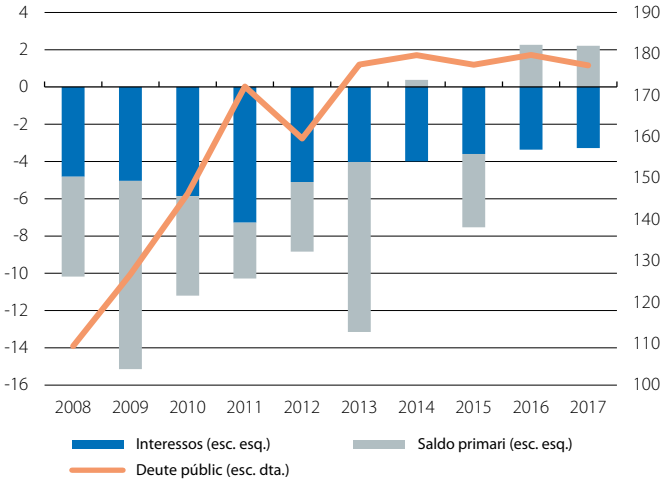
Acumulat de 12 mesos (milers de milions d'euros)



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

Grècia: saldo primari, interessos i deute públic

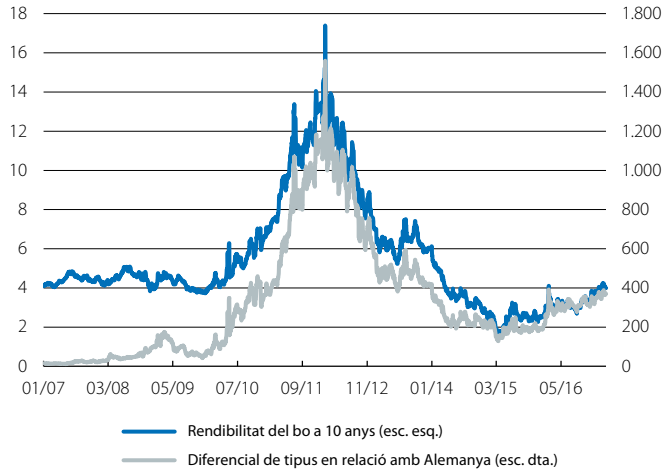
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Portugal: rendibilitat del deute públic a 10 anys

(%) *(p. b.)*



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

FOCUS · La política monetària del BCE i les primes de risc sobiranes

Les polítiques del Banc Central Europeu (BCE) permeten, des del final del 2014, una menor dispersió en el cost del deute dels països de la zona de l'euro.[1] Amb la consolidació de la recuperació de l'activitat i amb la normalització de la inflació, durant la segona meitat del 2017, el BCE començarà, probablement, a estudiar la retirada gradual del programa de compra d'actius (QE). Com afectarà el cost del deute dels estats de la zona de l'euro?

Després de la crisi viscuda per la zona de l'euro, cada estat s'enfronta a un cost de finançament diferent, amb una dispersió que reflecteix, en part, les diferents perspectives econòmiques dels inversors. No obstant això, avui dia les cotitzacions estan afectades per les polítiques monetàries no convencionals del BCE. En concret, el QE comporta un augment de la demanda de deute públic que redueix els tipus d'interès. Per aquest motiu, quan el BCE es retiri del mercat, és probable que observem augments en els tipus d'interès que reflectiran millor la veritable valoració del mercat. Una manera d'estimar aquests moviments és fixar-nos en com reaccionen les cotitzacions del deute sobirà a canvis en les expectatives dels inversors sobre la política monetària del BCE.

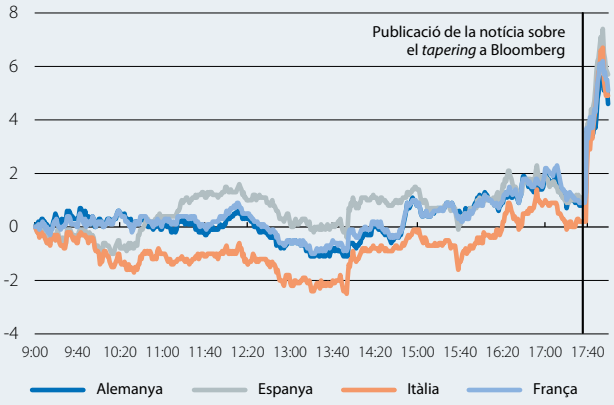
Per aïllar les expectatives sobre el QE de l'immens flux de notícies que influeix en les decisions dels inversors, aprofitem un «quasiexperiment» del 4 d'octubre del 2016, quan una notícia publicada a Bloomberg va sorprendre els inversors en avisar que el BCE podria estar considerant la retirada del QE (l'anomenat *tapering*).[2] Com ho mostra el primer gràfic, el que era una sessió tranquil·la va acabar en un fort repunt dels tipus d'interès, justament en el moment de la publicació de la notícia. Atès que fins avui el focus del mercat no s'havia situat en la possibilitat de *tapering* i que la publicació de la notícia coincideix amb moviments bruscos en qüestió de minuts, podem tenir una certa confiança que capturem l'impacte d'una revisió de les expectatives. Així, el segon gràfic mostra que la perspectiva d'una política monetària menys expansiva es va traduir en un augment del tipus d'interès del deute alemany i en primes de risc més elevades. En concret, les sensibilitats d'aquest «quasiexperiment» indiquen que l'expectativa d'un enduriment de la política monetària que produeixi un augment de 10 p. b. del tipus d'interès alemany provocaria un increment molt lleuger de les primes de risc al nucli (al voltant d'1 p. b.) i una mica més intens a la perifèria (al voltant de 4 p. b.).

1. Per exemple, el 2012, Itàlia pagava un interès del deute a 10 anys gairebé 500 punts bàsics (p. b.) per damunt del d'Alemanya; avui aquesta xifra se situa per sota dels 200 p. b.
2. Google Trends mostra un augment sense precedents de l'interès pel *tapering* del BCE en els dies posteriors.

Altres estudis[3] han estimat que, per cada caiguda de 10 p. b. del tipus d'interès alemany, la posada en marxa del QE va produir una reducció de les primes de risc de fins a 6 p. b. al nucli i d'entre 8 p. b. i 15 p. b. a la perifèria. Així, la menor sensibilitat estimada per a la retirada del QE podria ser el resultat de la millora generalitzada de l'escenari macroeconòmic. Malgrat que l'exercici té limitacions (només reflecteix la reacció immediata del subgrup d'inversors actius en el moment de la publicació, influenciada també per un augment de la incertesa), la major sensibilitat de la perifèria és coherent amb el seu endeutament públic més elevat. De fet, això indica que, tot i que la retirada del QE pot generar augments en les primes de risc, l'impacte final dependrà de la situació de les finances públiques i de les perspectives econòmiques de cada país.

*Tipus d'interès del deute sobirà **

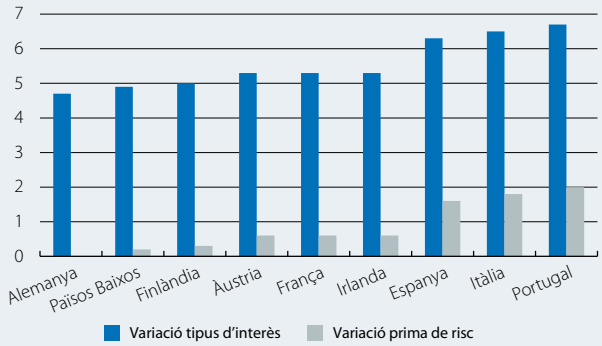
Índex (0 = registre d'obertura)



Nota: ** Cotitzacions del tipus d'interès a 10 anys durant el 4 d'octubre del 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Expectatives de tapering *i primes de risc sobiranes **

(p. b.)



Nota: ** Variació dels tipus d'interès a 10 anys entre les 17.37 h, instant de la publicació a Bloomberg d'una notícia sobre el* tapering, *i les 17.54 h del 4 d'octubre del 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

3. De Santis, R. (2016), «Impact of the Asset Purchase Programme on Euro Area Government Bond Yields Using Market News», ECB Working Paper.

FOCUS · Anatomia de la productivitat a la zona de l'euro

El poc dinamisme que ha exhibit el creixement de la zona de l'euro en els últims anys ha generat un intens debat sobre quins són els motius que expliquen aquest patró. Un dels elements que més preocupa és el baix creixement de la productivitat.[1] En concret, el creixement de la productivitat s'ha situat al voltant de l'1% anual en les dues últimes dècades (vegeu el primer gràfic), clarament per sota, per exemple, del dels EUA, que ha avançat l'1,6% en aquest mateix període.

Quan s'analitza l'evolució del creixement de la productivitat entre els diferents països de la zona de l'euro, un primer element que destaca és que ha estat força diferent entre ells. Als països del centre i del nord d'Europa és on, en general, s'observen taxes de creixement superiors, com Alemanya i França, tot i que tampoc no són gaire encoratjadores. Als països del sud, en canvi, el creixement de la productivitat ha estat remarcablement baix.

Un segon element que cal destacar és que el creixement de la productivitat ha estat molt diferent entre sectors. En aquest sentit, un exercici interessant consisteix a descompondre aquest creixement per al conjunt de l'economia entre l'augment de la productivitat de cada sector i el canvi en el pes dels sectors. Com s'observa al primer gràfic, el gros d'aquest increment no prové d'un augment del pes dels sectors més productius, sinó del creixement de la productivitat dels diferents sectors. Per exemple, a Alemanya, el 88% del creixement de la productivitat ha estat resultat del creixement de la productivitat dels sectors (el que s'observaria si el pes de tots els sectors es mantingués constant). A Espanya, aquesta xifra se situa en el 75%.

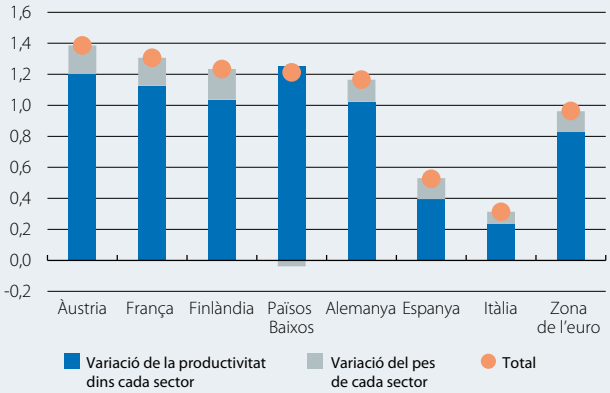
Una altra forma de mostrar aquest patró és desagregant l'anàlisi per sectors (vegeu la taula). Per al conjunt de la zona de l'euro, destaca el diferent patró de creixement de la productivitat del sector de serveis socials (educació, sanitat, defensa, etc.) i del sector manufacturer. El sector de serveis socials té una productivitat superior a la del conjunt de l'economia, però no ha crescut en els últims anys, de manera que la seva aportació al creixement de la productivitat total de l'economia prové d'un augment important del seu pes en els últims anys (ha passat del 34% al 42%).[2] L'evolució del sector manufacturer ha estat molt diferent. En aquest cas, el creixement de la productivitat ha estat molt elevat, el 2,3% anualitzat entre els anys 1995 i 2014. No obstant això, atès que aquest sector ha perdut pes en les dues últimes dècades, la contribució al creixement de la productivitat del conjunt de l'economia ha estat una mica inferior.

Finalment, també és destacable que el sector de les telecomunicacions ha contribuït de forma notable al creixement de la productivitat. En aquest cas, tant per l'augment del pes que ha experimentat com, sobretot, per l'augment de la productivitat del sector. A més a més, atès que a les estadístiques disponibles els costa capturar de forma adequada el creixement de la productivitat d'aquest sector (per exemple, perquè és difícil mesurar les grans millores en la qualitat dels béns que es produeixen), aquest augment podria estar infraestimat.

1. En aquest article, s'analitza l'evolució de la productivitat aparent del treball definida com el valor afegit brut de cada sector dividit pel nombre d'hores treballades a cada sector.
2. El pes es mesura com el nombre d'hores treballades en un sector en relació amb el total d'hores treballades.

*Creixement anual de la productivitat per països **

Mitjana 1995-2014 (%)



Nota: ** Es calcula la productivitat com el valor afegit brut per hora treballada.*
El creixement de la productivitat per a la zona de l'euro és la mitjana ponderada pel PIB dels països inclosos a l'anàlisi.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'EU Klems.*

Contribució al creixement de la productivitat de la zona de l'euro entre el 1995 i el 2014 per sectors

	Pes el 1995 (%) *	Pes el 2014 (%) *	Productivitat relativa el 1995 **	Var. anualitzada de la productivitat (%)	Contribució del sector al creix. de la productivitat (%)
Agricultura, mineria i pesca	6,5	4,0	0,44	2,31	–0,01
Manufactures	19,0	14,5	1,00	2,30	0,17
Telecomunicacions	2,3	2,9	1,38	2,80	0,19
Turisme, comerç i transport	25,4	25,6	0,80	1,06	0,24
Construcció i subministrament	9,5	8,2	1,22	0,11	–0,08
Serveis financers	3,1	2,8	1,81	1,35	0,04
Serveis socials	34,3	42,1	1,09	–0,10	0,39
Total	**100**	**100**	**1,00**	**0,91**	**0,91**

Notes: ** El pes del sector es defineix com el nombre d'hores treballades en aquest sector dividides pel total d'hores treballades a la zona de l'euro.*
*** La productivitat relativa és la productivitat de cada sector en relació amb la productivitat total de la zona de l'euro.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'EU Klems.*

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2014	2015	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17
Vendes al detall *(variació interanual)*	1,4	2,7	2,2	1,8	1,3	2,3	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	0,9	2,0	1,4	1,1	1,1	2,0	...	...
Confiança del consumidor	–10,2	–6,2	–8,3	–7,8	–8,2	–6,4	–4,8	–6,2
Sentiment econòmic	101,4	104,2	103,9	104,2	104,2	106,9	107,9	108,0
PMI manufactures	51,8	52,2	51,7	52,0	52,1	54,0	55,1	55,5
PMI serveis	52,5	54,0	53,3	53,1	52,6	53,4	53,6	55,6
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	9,9	9,7	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	5,0	4,6	4,3	4,2	4,1	3,9	...	...
França *(% pobl. activa)*	10,3	10,4	10,2	9,9	10,1	9,6	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	12,7	11,9	11,6	11,6	11,6	11,9	...	...
Espanya *(% pobl. activa)*	24,5	22,1	20,5	20,1	19,3	18,7	...	...

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	4T 2016	12/16	01/17
Saldo corrent: zona de l'euro	**2,5**	**3,2**	**3,2**	**3,5**	**3,4**	**3,6**	**3,6**	**...**
Alemanya	7,3	8,3	8,5	8,9	8,7	8,5	8,5	...
França	–1,1	–0,2	–0,8	–0,8	–1,1	–1,1	–1,1	...
Itàlia	1,9	1,6	1,9	2,3	2,6	...	...	...
Espanya	1,1	1,4	1,4	1,7	1,9	2,0	2,0	...
Tipus de canvi efectiu nominal [1] *(valor)*	**101,8**	**92,3**	**94,1**	**94,8**	**95,1**	**94,8**	**94,2**	**94,3**

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	4T 2016	12/16	01/17
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres [1]	–2,6	–0,4	1,2	1,7	2,1	2,2	2,3	2,3
Crèdit a les llars [1, 2]	–0,1	0,7	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres [3] *(%)*	2,0	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4	...
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	9,3	9,8	9,3
Altres dipòsits a curt termini	–2,0	–3,8	–2,4	–1,8	–1,2	–2,0	–2,6	–2,2
Instruments negociables	–7,2	2,6	–1,0	2,3	5,8	4,7	8,8	7,5
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	1,3	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5	...

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

CONJUNTURA · L'economia espanyola comença l'any amb bon peu

L'activitat econòmica es manté robusta el 2017. Els vents de cua temporals que han donat suport a l'economia espanyola en els dos últims anys (política fiscal expansiva, baix preu del petroli i condicions financeres favorables) aniran perdent intensitat, tot i que cal esperar que conservin la inèrcia durant un temps (el refinançament del deute es continuarà fent a tipus més baixos que uns anys enrere i la pujada del preu del petroli difícilment arribarà als nivells del 2013-2014). Així mateix, factors estructurals, com els guanys de competitivitat i una certa flexibilització del mercat laboral, continuaran operant a favor del creixement. La previsió de CaixaBank Research de creixement del PIB per al conjunt del 2017 es manté en el 2,6%, netament per damunt de la mitjana de les economies avançades.

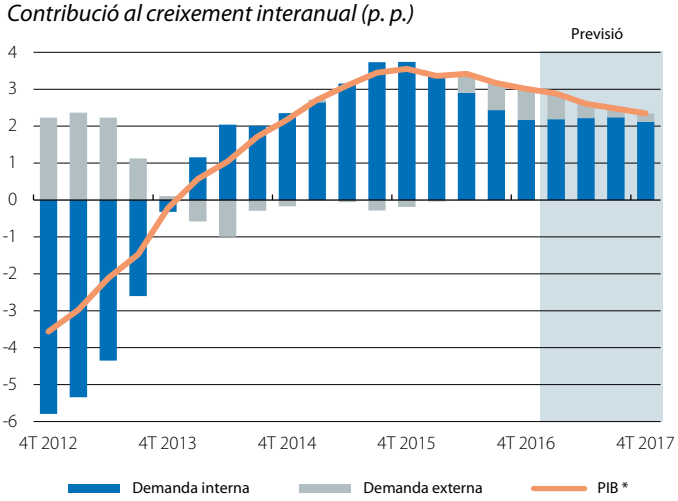
La comptabilitat nacional del 4T confirma el bon to de l'economia espanyola. El PIB va avançar el 0,7% intertrimestral (el 3,0% interanual) en el 4T 2016, d'acord amb la previsió de CaixaBank Research, la qual cosa situa l'avanç per al conjunt del 2016 en el 3,2%. El desglossament per components de la dada del 4T mostra que la demanda interna segueix una tendència de suau desacceleració, amb una contribució de 2,2 p. p. a l'avanç interanual del 4T, enfront dels 2,5 p. p. del 3T. Per la seva banda, la demanda externa neta va tenir una contribució positiva de 0,8 p. p. en el 4T (0,7 p. p. en el 3T). Cal esperar que el dinamisme de les exportacions i el creixement més contingut de les importacions possibilitin que la contribució del sector exterior es mantingui en terreny positiu al llarg del 2017.

El consum privat es va mantenir vigorós en el 4T i no dóna símptomes d'esgotament. El consum privat va avançar el 0,7% intertrimestral (el 3,0% interanual) en el 4T. En els primers compassos del 2017, la bona evolució de la confiança del consumidor i de les vendes al detall suggereix que el consum privat segueix la mateixa tònica amb què va acabar el 2016. En efecte, la creació de llocs de treball i les favorables condicions d'accés al crèdit, propiciades per la política monetària acomodatícia del BCE i per la major capacitat de la banca per atorgar préstecs a les llars, continuaran donant suport al bon to del consum durant el 2017.

Els indicadors de sentiment empresarial es mantenen en cotes elevades. En concret, els índexs PMI de manufactures i serveis es van situar en els 55,6 i en els 55,0 punts al gener, respectivament, en una zona clarament expansiva, la qual cosa indica que la bona marxa de l'activitat és generalitzada als diferents sectors econòmics. En aquest context, s'espera que la mala dada de la inversió en béns d'equipament del 4T 2016 (creixement intertrimestral del 0,0%) sigui temporal. Per la seva banda, la inversió en construcció, que va créixer el 0,7% intertrimestral en el 4T, segueix una evolució alcista cauta, lluny dels excessos del passat, tot i que, si considerem la fortalesa de les

PIB

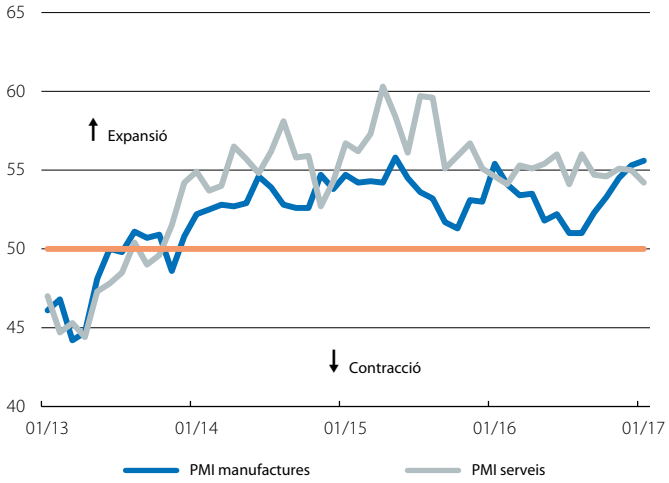
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Indicadors d'activitat

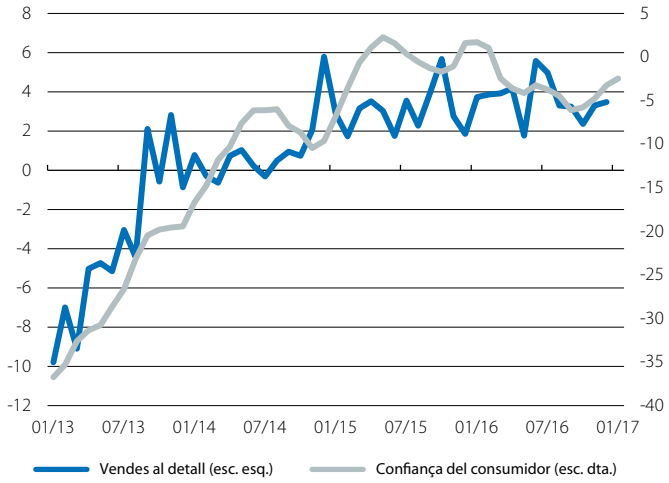
Nivell



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

Vendes al detall i confiança del consumidor

Variació interanual (%) *Nivell*



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

dades de visats d'obra nova, que van créixer el 38% interanual al novembre, i la incipient escassetat d'habitatge en algunes zones *premium*, cal esperar que aquesta tendència prossegueixi.

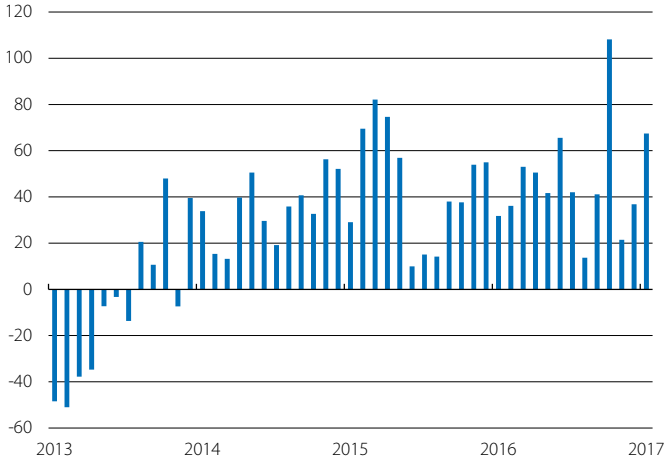
L'elevat ritme de creixement econòmic es reflecteix en la creació d'ocupació. En concret, les dades de comptabilitat nacional del 4T van mostrar que l'ocupació equivalent a temps complet va augmentar el 2,7% interanual, la qual cosa va deixar l'increment del conjunt del 2016 en el 2,9%, equivalent a 463.000 llocs de treball a temps complet, reflex fidel de la fortalesa exhibida pel mercat laboral el 2016. El bon pols del mercat laboral es va mantenir en el primer mes de l'any: al gener, la xifra d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar en 67.460 persones (en termes desestacionalitzats) i el ritme de creació d'ocupació es va accelerar fins al 3,3% interanual (el 3,1% al desembre). Al llarg del 2017, preveiem que el ritme de creació d'ocupació s'anirà moderant, d'acord amb l'evolució de l'activitat, però es mantindrà robust.

En aquest context econòmic positiu, els preus han començat l'any amb un fort repunt. La inflació va escalar fins al 3,0% al gener i es va mantenir en aquest mateix nivell al febrer. Aquest fort increment dels preus en relació amb un any enrere s'explica, en gran part, per factors de caràcter temporal. D'una banda, els preus de l'electricitat van créixer el 26,2% interanual al gener i, de l'altra, els preus dels carburants segueixen l'evolució del preu del petroli i continuen augmentant. L'esvaïment d'aquests dos efectes farà que el repunt inflacionista vagi a menys de forma gradual durant el 2017. No obstant això, la inflació subjacent seguirà una suau tendència ascendent, amb el suport del dinamisme del consum privat. En concret, al gener va pujar fins a l'1,1% (l'1,0% al desembre).

El saldo corrent es mantindrà en terreny positiu el 2017. D'una banda, les exportacions espanyoles de béns han mostrat una lleugera desacceleració en el tram final de l'any, tot i que els guanys recents de competitivitat (reducció dels costos laborals unitaris en relació amb els nostres socis comercials) i una notable diversificació geogràfica han propiciat que aquesta desacceleració hagi estat més suau que la mitjana de les economies avançades. De l'altra, a l'augment de les importacions no energètiques, propiciat pel bon to del consum, s'ha afegit l'increment de la factura de les importacions energètiques per la pujada del preu del petroli. No obstant això, la suavitat de l'alentiment exportador, les bones perspectives del sector turístic i el fet que la pujada del petroli sigui moderada permetran que es mantingui el saldo exterior positiu el 2017. Les dades de duanes del desembre confirmen aquestes tendències, amb unes exportacions de béns que van avançar l'1,7% interanual (acumulat de 12 mesos), reforçades per l'increment del 2,8% de les exportacions no energètiques. Les importacions, per la seva banda, van cedir el 0,4% interanual, a causa de la forta reculada de les importacions energètiques (van baixar el 23,7% per efectes de base), un descens que remetrà al llarg del 2017. El superàvit per compte corrent del conjunt del 2016 es va situar en el 2,0% del PIB. De cara al 2017, el compte corrent es mantindrà en superàvit, tot i que la magnitud serà una mica inferior, al

*Afiliats a la Seguretat Social **

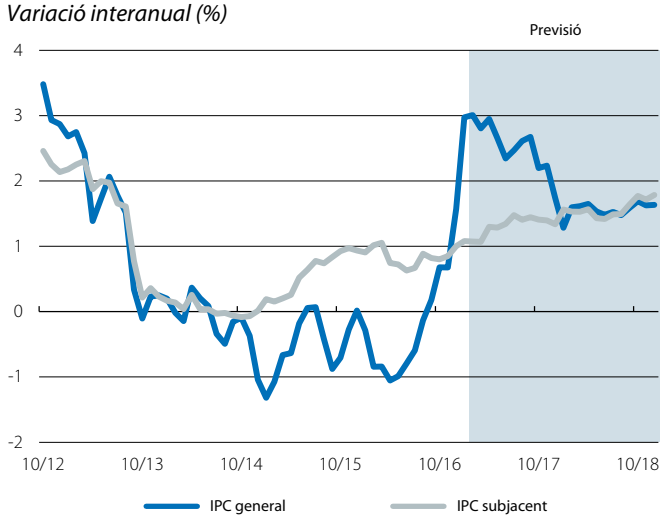
Variació mensual (milers de persones)



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

IPC

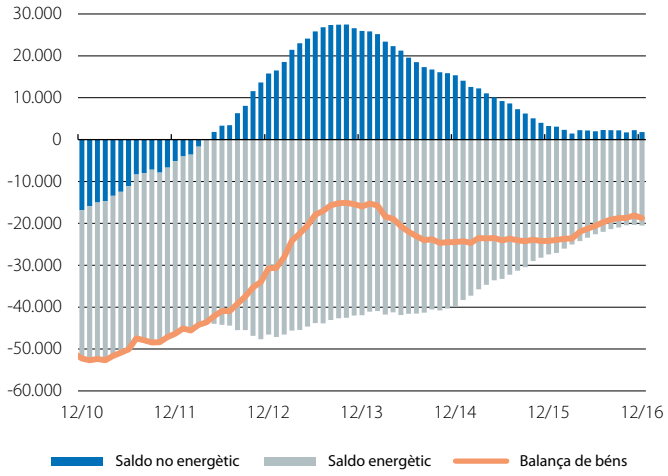
Variació interanual (%)



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

Saldo exterior de béns

Acumulat de 12 mesos (milions d'euros)



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

voltant de l'1,6% del PIB, a causa, sobretot, de l'impacte de l'augment del preu del petroli.

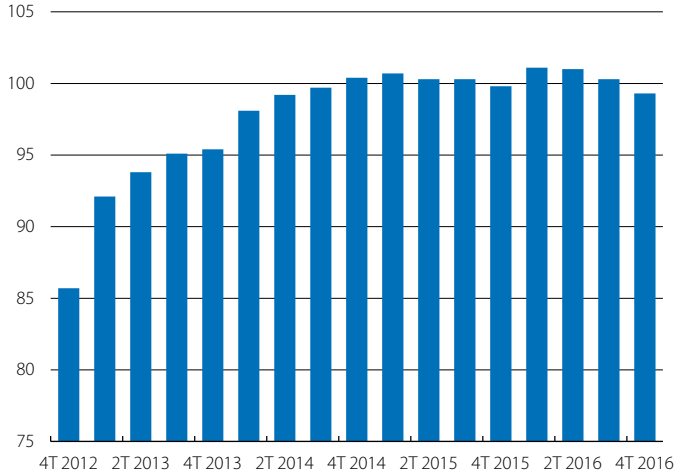
La bona marxa de l'economia hauria d'ajudar a reduir l'elevat deute públic. El 2016, el deute públic es va situar en el 99,3% del PIB (el 99,8% el 2015), un nivell elevat i que aconsella continuar amb els esforços per sanejar els comptes públics. En aquest sentit, i arran de les mesures pressupostàries adoptades pel Govern al desembre del 2016, la Comissió Europea va millorar la previsió de dèficit públic per al 2017 fins al 3,5% del PIB (abans era del 3,8%), però considera que aquestes mesures continuen sent insuficients per assolir l'objectiu de dèficit acordat del 3,1% del PIB. També l'FMI, al seu informe anual sobre Espanya, assenyala que el dèficit públic continua sent elevat, pel relaxament fiscal dels dos últims anys, i recomana reprendre la via d'una consolidació fiscal gradual, però creïble. En aquest informe, la institució recomana mantenir les reformes estructurals fetes i aprofundir en la millora de la productivitat i en l'augment de la dimensió de les pimes.

El sector bancari es troba en una posició més sòlida i afavoreix el creixement econòmic. El 2016, la concessió de crèdit nou a les llars i a les empreses petites va créixer amb vigor. Pel que fa a les llars, el crèdit nou al consum es va accelerar en el conjunt del 2016 amb un increment del 29,0% i el crèdit hipotecari també va presentar un avanç notable, tot i que inferior al del 2015. Per la seva banda, el crèdit a les pimes també va continuar creixent. No obstant això, el crèdit a les grans empreses va recular amb força, ja que aquestes empreses van optar per l'emissió de bons corporatius. La millora dels fluxos de crèdit es basa en un sector bancari que té una millor qualitat dels actius. En concret, la taxa de morositat es va situar en el 9,1% al desembre i acumula una millora de 4,5 p. p. des del màxim del desembre del 2013. Es consolida així la tendència descendent dels crèdits dubtosos, que, al desembre, van recular el 13,5% interanual. A mitjà termini, la reducció de la morositat continuarà tenint el suport de la millora de l'activitat econòmica i del mercat laboral i de les vendes de carteres dubtoses.

La millora dels fluxos de crèdit hipotecari dóna suport al nou cicle alcista del sector immobiliari. Una altra mostra de la bona marxa de l'economia és la recuperació cada vegada més consistent del sector immobiliari. El preu de taxació de l'habitatge lliure encadena set trimestres de creixements positius en termes interanuals. En el 4T 2016, va pujar l'1,5% interanual (el 0,8% en termes intertrimestrals), la qual cosa va deixar la pujada mitjana del 2016 en l'1,9%. De cara als propers mesos, s'espera que el preu de l'habitatge mantingui la senda ascendent, arran de l'impuls de la demanda i de l'escassetat d'habitatges en determinades zones *prime*.

Deute públic

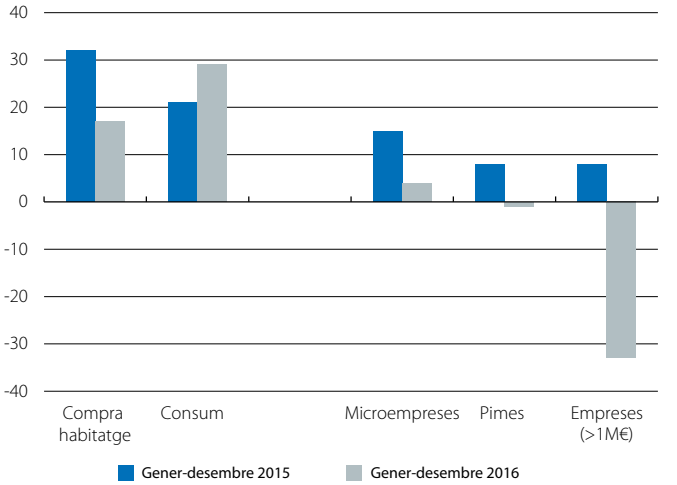
(% del PIB)



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

Concessió de crèdit nou

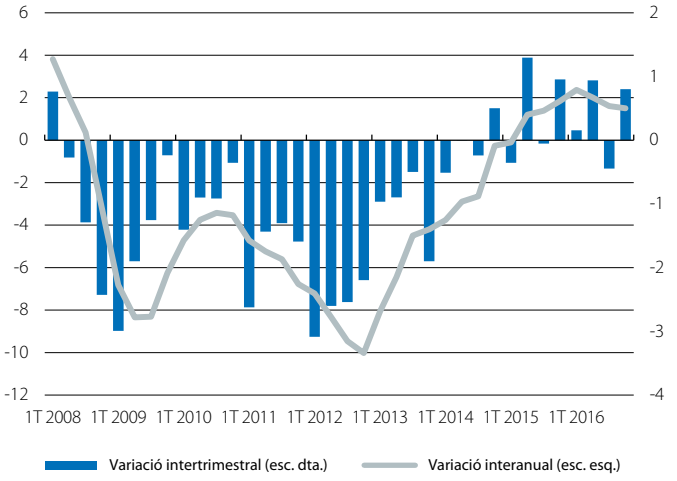
Variació anual (%)



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

Preu de l'habitatge

Variació (%) *Variació (%)*



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

FOCUS · El procés de desendeutament de les llars avança a diferents velocitats

El deute del conjunt de les llars s'ha reduït de forma dràstica en els vuit últims anys. La dada més recent, corresponent al 3T 2016, la situa en el 103,5% de la renda bruta disponible de les llars (RBDLI), 31,5 p. p. per sota del nivell màxim assolit en el 2T 2008. Aquest notable descens, juntament amb uns tipus d'interès més baixos, ha ajudat a reduir la càrrega del deute de les famílies de forma molt significativa: els pagaments per deute (que inclouen l'amortització i els interessos) van representar el 7,3% de la RBDLI en el 2T 2016, enfront de l'11,7% del 2T 2008.[1] En conjunt, les llars gaudeixen, per tant, d'una situació financera més sanejada. No obstant això, les dades agregades amaguen realitats molt diferents. L'enquesta financera de les famílies (EFF) del 2014[2] ofereix la possibilitat d'examinar com s'ha produït el procés de despalanquejament en diferents tipus de llar. En concret, analitzarem dos dels segments de la població més desfavorits per la crisi: els joves i les llars amb rendes baixes.

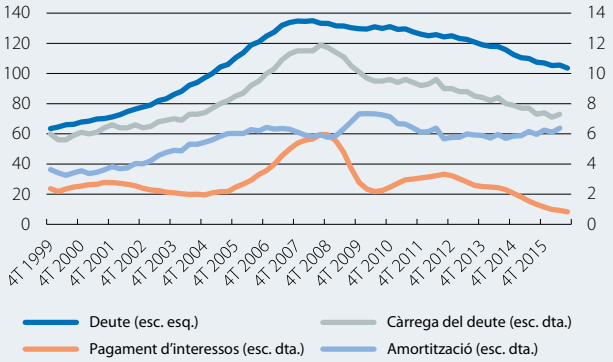
Entre el 2011 i el 2014, es va produir una disminució notable del percentatge de llars joves (encapçalades per una persona menor de 35 anys) amb algun tipus de deute pendent, del 80% al 56%. Aquestes dades reflecteixen l'aturada de la compra d'habitatges per part de la població en edat d'emancipar-se: mentre que, el 2011, el 69,3% de les llars joves tenien el seu habitatge principal en propietat, en només tres anys, aquest percentatge s'ha reduït al 49,5%. De tota manera, aquesta xifra encara és molt superior a la mitjana de la zona de l'euro (del 30%)[3] i, en especial, a la d'Alemanya (del 10%).

Una segona qüestió que cal analitzar és l'evolució de l'endeutament en funció del nivell d'ingressos de la llar.[4] D'una banda, entre les llars amb ingressos mitjans (entre el percentil 20 i el 80), el percentatge de llars amb algun tipus de deute pendent es va reduir entre els anys 2011 i 2014. Aquesta situació contrasta amb l'evolució de l'endeutament de les llars de renda baixa (inferior al percentil 20): el percentatge de llars endeutades va augmentar del 20,8% del 2011 al 27,5% del 2014, i, a més a més, el valor mitjà del deute va passar de 18.900 euros a 24.500 euros per llar endeutada. No obstant això, per a aquest grup de llars amb menys renda i amb deute pendent, la càrrega del deute[5] es va reduir de forma molt intensa, del 46,2% del 2011 al 38,5% del 2014, gràcies, en gran part, als tipus d'interès més baixos. De tota manera, aquest segment de la població encara ha d'afrontar una càrrega del deute molt elevada en comparació amb les llars europees endeutades en el mateix percentil de renda (el 27,5%).

1. Les dades de la càrrega del deute agregades s'obtenen de «BIS, debt service ratios statistics».
2. L'EFF és una enquesta de freqüència trianual publicada pel Banc d'Espanya. En aquest Focus, usem les dades del 2011 i del 2014 (les més recents). Durant aquest període, el deute de les llars es va reduir del 126,1% al 112,6% de la RBDLI.
3. Les dades europees provenen de «The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey», Second wave, BCE.
4. Les llars es divideixen en sis grups en funció del nivell d'ingressos (percentils).
5. La càrrega del deute per llar es calcula tenint en compte només les llars amb algun tipus de deute pendent, i, per això, la càrrega del deute agregat (que té en compte totes les llars) és inferior.

Deute de les llars i la seva càrrega *

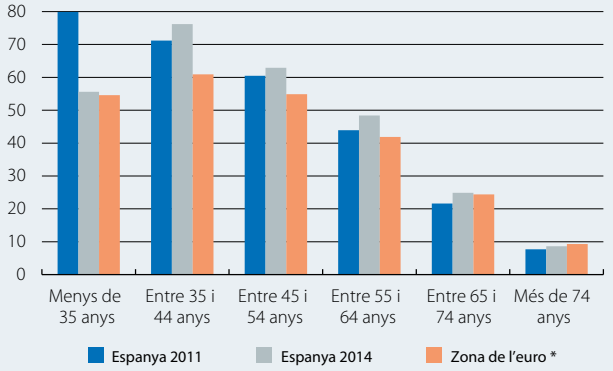
(% de la RBDLI) *(% de la RBDLI)*



Nota: **Càrrega del deute inclou el pagament d'interessos i l'amortització. RBDLI és la renda bruta disponible de les llars.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del Banc Internacional de Pagaments.*

Llars amb algun tipus de deute en funció de l'edat del cap de família

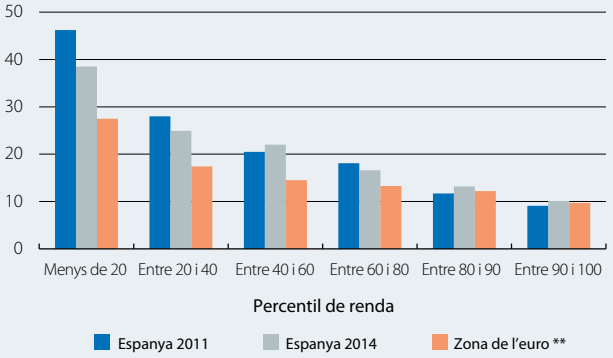
(% del total de llars)



Nota: **Les dades de la zona de l'euro corresponen als anys 2011-2013 en funció del país.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (EFF) i del BCE (HFCS).*

Càrrega del deute * de les llars amb algun tipus de deute en funció del nivell de renda

(% de la renda de la llar)



Notes: ** Càrrega del deute inclou el pagament d'interessos i l'amortització.*
*** Les dades de la zona de l'euro corresponen als anys 2011-2013 en funció del país.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (EFF) i del BCE (HFCS).*

FOCUS · La diversificació sectorial de les exportacions espanyoles

Les exportacions espanyoles de béns han exhibit un comportament excepcional en l'última dècada. A més a més, això ha anat acompanyat d'un augment de la diversificació sectorial, la qual cosa mostra que les empreses espanyoles poden ser competitives en múltiples sectors a nivell internacional. També, en clau positiva, una major diversificació de les exportacions fa que l'economia espanyola sigui menys vulnerable a *shocks* sectorials.

Una primera aproximació per mesurar el grau de diversificació de les exportacions d'un país consisteix a calcular un coeficient de Gini. Aquest coeficient pren valors compresos entre el 0, la màxima diversificació, i el 100, la màxima concentració (quan un país exporta un únic bé). A partir de dades de Comtrade,[1] i utilitzant un grau de desagregació de 96 subsectors, es pot apreciar que el grau de concentració sectorial als principals països de la zona de l'euro és similar, i, en general, es pot afirmar que s'ha reduït a partir de l'adopció de l'euro l'any 2000. Portugal i Espanya són els països europeus on més va augmentar la concentració sectorial entre el 2000 i el 2014. Alemanya i França també la van reduir, tot i que amb menys intensitat, mentre que, a Itàlia, va quedar invariada, tot i que partia d'un grau de concentració més baix. D'aquesta manera, Espanya i Portugal compten, en l'actualitat, amb una concentració sectorial de les exportacions inferior a la dels altres grans països de la zona de l'euro (França, Itàlia i Alemanya).

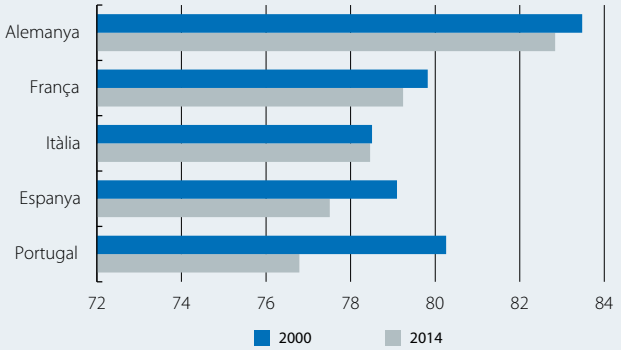
Si s'utilitza un nivell d'agregació més ampli (de 27 sectors, en lloc dels 96 subsectors), es manté la tendència cap a una menor concentració sectorial entre els anys 2000 i 2014 als països europeus. No obstant això, Espanya apareix amb un nivell de concentració similar al d'Alemanya i més concentrada que França, Itàlia i Portugal. Això suggereix que les exportacions espanyoles tenen un elevat grau de diversificació intrasectorial, és a dir, entre els subsectors que conformen un sector.

Més enllà del grau de diversificació, també és pertinent analitzar els canvis en la composició sectorial. En primer lloc, destaca que les exportacions espanyoles van variar més la composició sectorial entre els anys 2000 i 2014 que altres grans economies europees. Els sectors que van experimentar més augments de la quota en el total de les exportacions espanyoles van ser el químic, el farmacèutic i el d'alimentació, la quota conjunta dels quals va passar del 25,0% el 2000 al 31,2% el 2014, i, el que és més significatiu, van tenir un paper molt important en el creixement de les exportacions (en concret, amb una contribució al creixement del 58,9%). És especialment destacable l'aportació del sector alimentari, amb una contribució del 26,8% a l'avanç total de les exportacions. Tot i que cal considerar que el sector alimentari guanya terreny als principals països europeus, i també als EUA i a la Xina, el cas espanyol és el més destacable en termes quantitatius. Dins aquest sector, els guanys més importants es van donar en carns, fruites i verdures, mentre que, en altres països, el protagonisme va correspondre als làctics i als cereals.

Entre els sectors que van veure una reducció del seu pes, destaca el sector de l'automòbil, que va perdre quota en el total de les exportacions espanyoles de forma continuada i va passar del 23,7% el 2000 al 16,2% el 2014. Malgrat la pèrdua de quota, el sector continua sent competitiu i va aportar el 21,9% del creixement exportador entre els anys 2000 i 2014. La caiguda de la quota no és deguda, en absolut, a demèrits propis (les exportacions del sector van créixer el 21,9% en aquest període), sinó a l'excepcional comportament de les exportacions dels altres sectors esmentats més amunt.

Coeficient de Gini de les exportacions de béns

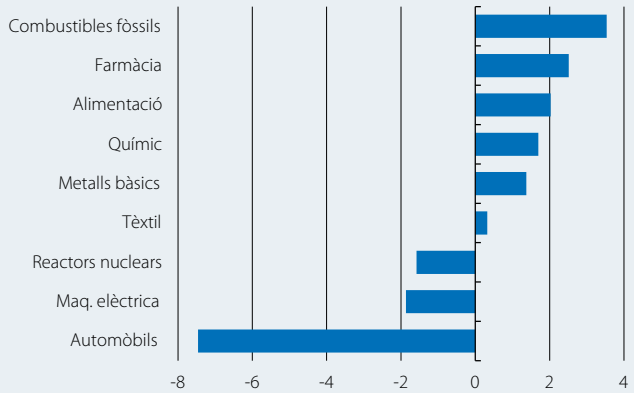
Nivell



Nota: *Coeficient de Gini calculat a partir de les quotes de 96 subsectors (0 = màxima diversificació, 100 = màxima concentració).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Comtrade.*

Canvis en la composició sectorial de les exportacions espanyoles

Canvi en la quota entre el 2000 i el 2014 (%)



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

1. Dades recopilades per les Nacions Unides. Exportacions mesurades en termes nominals.

FOCUS · *Stock* d'habitatge: la petjada del passat

L'expansió del sector immobiliari és molt heterogènia. Una mostra d'això és que, mentre que els preus de l'habitatge a les províncies de Barcelona i de Madrid creixen a ritmes del 6,6% i del 4,3%, respectivament,[1] els preus continuen baixant a la majoria de províncies de Castella i Lleó i de Castella-la Manxa. Què provoca aquestes notables diferències?

Entre els principals responsables, destaca el llegat de la crisi immobiliària en forma d'*stock* d'habitatge nou que encara queda per vendre. Com es mostra al primer gràfic, aquest *stock* varia molt entre províncies i és especialment dens al centre peninsular, llevat de Madrid.

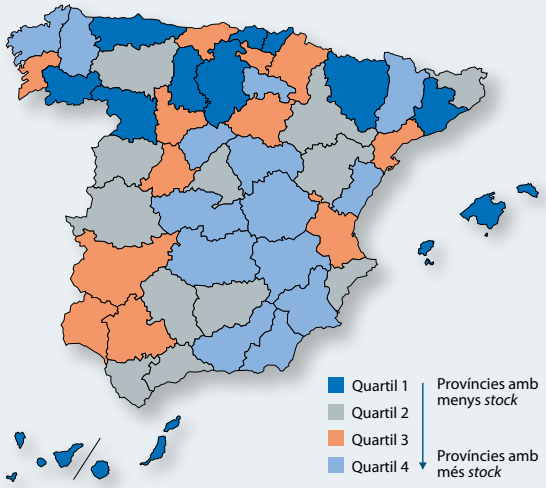
Una major quantitat d'*stock*, en la mesura que implica una major oferta d'habitatge, frena els preus. En efecte, tal com s'observa al segon gràfic, les zones amb un *stock* superior a la mitjana registren encara baixades de preus, mentre que els preus augmenten a les zones on l'*stock* és més limitat. Així, el preu de l'habitatge va augmentar el 0,7% interanual en el 25% de les províncies amb menys *stock* (quartil 1), mentre que va recular el 0,5% interanual en el 25% de les províncies amb més *stock* (quartil 4).[2] Això constata les diferències en l'evolució del cicle expansiu de preus a cada província en funció del seu *stock*.

Finalment, també cal destacar que no s'observa una relació entre l'*stock* d'habitatges nous per vendre a cada província i la velocitat a la qual es recuperen les compres d'habitatges (vegeu el tercer gràfic). De fet, les compres d'habitatges van créixer enèrgicament a gairebé totes les províncies, la qual cosa és una notícia molt bona per a l'absorció de l'*stock*[3] a les províncies en què encara hi ha un cert excés d'oferta i per al sector immobiliari en conjunt. El 2016, en concret, les compres van créixer el 13,6% anual, la qual cosa situa el nombre final d'habitatges venuts en el total de l'any en 403.866. A més a més, tot fa pensar que continuaran creixent a bon ritme, impulsades per la recuperació del mercat de treball i per unes condicions financeres favorables.

1. Variació interanual en el 3T 2016 del valor taxat de l'habitatge lliure publicat pel Ministeri de Foment.
2. Variació interanual mitjana en el 3T 2016. S'ordenen les províncies de menys a més *stock* i es divideixen en quatre grups o quartils. El «quartil 1» inclou el 25% de les províncies amb menys *stock* i el «quartil 4», el 25% de les províncies amb més *stock*.
3. És possible que no tot l'habitatge en *stock* pendent s'acabi venent, ja que pot no satisfer les preferències o les necessitats de la demanda actual d'habitatge.

Stock d'habitatge nou per vendre

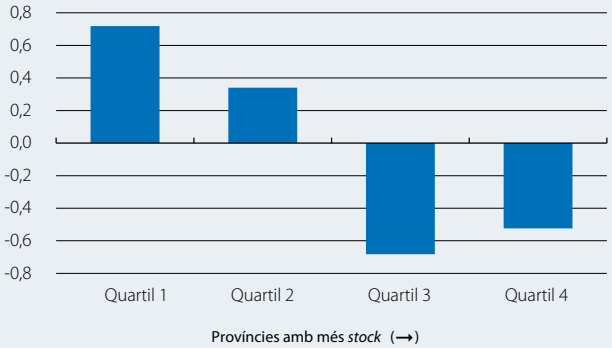
(% del parc d'habitatge)



Nota: *«Quartil 1» inclou el 25% de les províncies amb menys* stock *i «Quartil 4» inclou el 25% de les províncies amb més* stock.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment i de Tinsa.*

Preu de l'habitatge en funció de l'stock de les províncies

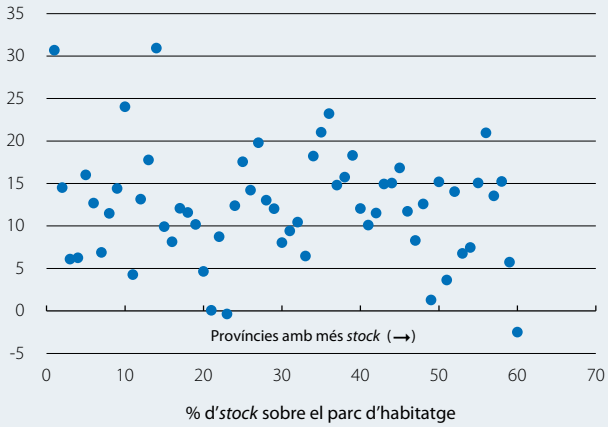
Variació interanual del preu de l'habitatge (%)



Nota: *Dades de preus del 3T 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri de Foment i de Tinsa.*

Compravenda d'habitatge en funció de l'stock

Variació interanual de les compravendes (%)



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

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	4T 2016	01/17	02/17
Indústria								
Consum d'electricitat	–0,1	1,7	–0,8	0,8	0,4	0,1	5,0	1,2
Índex de producció industrial	1,3	3,3	2,6	1,4	1,9	...	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–7,1	–0,3	–1,9	–2,8	–3,8	–0,6	0,1	1,7
PMI de manufactures *(valor)*	53,2	53,6	54,3	52,5	51,4	54,4	55,6	...
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	–7,7	20,0	45,2	48,1	44,8	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	–5,6	10,9	10,6	14,1	13,3	...	...	...
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	10,3	...
PMI de serveis *(valor)*	55,2	57,3	54,7	55,5	54,9	54,9	54,2	...
Consum								
Vendes comerç al detall	1,0	3,0	3,8	3,8	3,8	3,1	...	...
Matriculacions d'automòbils	18,4	21,3	8,0	17,8	11,0	8,9	10,6	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	–8,9	0,3	–2,5	–3,2	–6,1	–3,2	–2,5	–3,8

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	4T 2016	12/16	01/17
Afiliats a la Seguretat Social [1]								
Sectors d'activitat								
Indústria	0,1	2,2	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7	3,0
Construcció	–1,6	4,7	2,6	2,1	2,7	3,3	3,2	4,7
Serveis	2,2	3,5	3,1	3,0	3,3	3,5	3,4	3,4
Situació professional								
Assalariats	1,4	3,5	3,4	3,1	3,5	3,8	3,6	3,9
No assalariats	2,2	1,9	1,2	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
TOTAL	**1,6**	**3,2**	**3,0**	**2,7**	**3,0**	**3,3**	**3,1**	**3,3**
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	13,3	13,4	19,5
Temporals	13,1	11,2	6,2	9,1	7,1	6,6	6,0	16,7
TOTAL	**13,4**	**11,3**	**6,4**	**9,8**	**7,9**	**7,1**	**6,5**	**16,9**
Atur registrat [3]								
Menors de 25 anys	–8,2	–11,0	–10,9	–12,0	–14,4	–13,2	–13,9	–12,3
Resta d'edats	–5,3	–7,2	–7,8	–7,5	–8,6	–9,0	–9,1	–9,2
TOTAL	**–5,6**	**–7,5**	**–8,1**	**–7,9**	**–9,1**	**–9,4**	**–9,5**	**–9,4**

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	4T 2016	01/17	02/17
General	**–0,1**	**–0,5**	**–0,7**	**–0,9**	**–0,2**	**1,0**	**3,0**	**3,0**
Subjacent	0,0	0,6	1,0	0,7	0,8	0,9	1,1	...
Aliments sense elaboració	–1,2	1,8	2,1	2,7	3,5	1,0	–5,7	...
Productes energètics	–0,8	–9,0	–13,1	–13,6	–8,6	1,6	30,9	...

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	4T 2016	10/16	11/16	12/16
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual)*	2,5	4,3	0,2	4,3	–1,1	3,2	–1,6	8,5	2,9
Importacions *(variació interanual)*	5,7	3,7	–0,7	–0,3	–3,7	3,0	–1,7	5,3	5,6
Saldo corrent	**11,2**	**14,7**	**15,4**	**18,9**	**20,7**	**22,3**	**20,7**	**21,9**	**22,3**
Béns i serveis	25,5	26,2	26,0	29,3	31,3	32,3	31,7	32,1	32,3
Rendes primàries i secundàries	–14,3	–11,5	–10,6	–10,3	–10,6	–10,0	–10,9	–10,2	–10,0
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**16,3**	**21,7**	**22,2**	**25,4**	**26,2**	**26,9**	**26,0**	**26,7**	**26,9**

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	10/16	11/16
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament[1]	**–6,0**	**–5,1**	**–0,7**	**–3,0**	**–2,8**	**–**	**–**
Administració central	–3,7	–2,6	–0,8	–1,9	–2,6	–2,0	–2,4
Comunitats autònomes	–1,8	–1,7	–0,1	–0,7	–0,2	–0,3	–0,5
Corporacions locals	0,5	0,5	0,1	0,1	0,5	–	–
Seguretat Social	–1,0	–1,2	0,2	–0,6	–0,6	–0,6	–0,7
Deute públic *(% PIB)*	**100,4**	**99,8**	**101,1**	**101,0**	**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	4T 2016	12/16	Saldo 12/16[1]
Finançament als sectors no financers[2]								
Sector privat	–5,8	–3,9	–3,2	–2,9	–2,1	–1,9	–1,3	1.635,2
Empreses no financeres	–6,4	–4,0	–3,4	–3,2	–2,2	–1,9	–1,0	914,3
Llars[3]	–5,0	–3,6	–3,0	–2,5	–2,0	–1,9	–1,7	720,9
Administracions públiques[4]	5,9	4,0	3,5	4,2	4,6	3,1	3,0	1.098,6
TOTAL	**–1,8**	**–1,0**	**–0,6**	**–0,2**	**0,5**	**0,1**	**0,4**	**2.733,8**
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies								
Total dipòsits	–0,9	–1,0	–0,4	–0,3	–0,3	0,0	–0,1	1.152,3
A la vista	10,8	18,5	16,2	16,0	16,4	17,8	18,2	444,6
D'estalvi	5,8	12,9	13,4	12,1	11,5	12,5	13,4	279,6
A termini	–7,6	–15,3	–15,4	–16,4	–17,4	–19,6	–21,0	406,8
En moneda estrangera	1,1	5,6	–4,0	1,6	–1,9	1,1	–1,4	21,3
Resta del passiu[5]	–8,2	–13,0	–16,7	–16,3	–11,3	–18,9	–17,5	84,0
TOTAL	**–1,7**	**–2,2**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,2**	**–1,6**	**–1,5**	**1.236,3**
Taxa de morositat *(%)*[6]	**12,5**	**10,1**	**10,0**	**9,4**	**9,2**	**9,1**	**9,1**	**–**
Taxa de cobertura *(%)*[6]	**58,1**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**59,3**	**59,0**	**59,0**	**–**

Notes: *1. Milers de milions d'euros. 2. Residents a Espanya. 3. Inclouen les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars. 4. Total de passius (consolidats). Es dedueixen els passius entre Administracions públiques. 5. Balanç agregat segons els estats de supervisió. Inclou les transferències d'actius, els passius financers titulitzats, la cessió temporal d'actius i els dipòsits subordinats. 6. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Banc d'Espanya.*

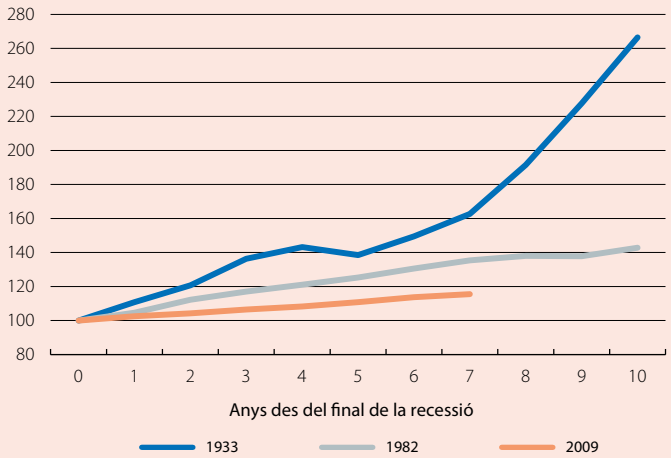
INVERSIÓ EN INFRAESTRUCTURES

Infraestructures, punt de trobada

En economia, l'equivalent a la dicotomia futbolística entre el F. C. Barcelona i el Reial Madrid es correspon a economistes de demanda i economistes d'oferta. En la conjuntura actual, els primers defensen una política fiscal i monetària expansiva; els segons, reformes estructurals que flexibilitzin l'economia i n'ampliïn el potencial productiu. S'imaginen afeccionats del Reial Madrid vestint la samarreta del F. C. Barcelona (i viceversa)? En economia, la situació existeix i es materialitza en un consens a favor d'invertir en infraestructures. Per què hi ha aquest suport al seu voltant? Quin és el seu estat a nivell global? S'ha de realitzar una major inversió? Quins reptes comporta? En els articles del present Dossier, viatjarem per aquestes qüestions, des dels EUA a les grans economies emergents d'Àsia i de l'Amèrica Llatina, passant per Europa.

Recuperació del PIB als EUA després d'una recessió

Índex (100 = any inicial)



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

En els cercles acadèmics i de política econòmica, el debat sobre les infraestructures agafa impuls arran de la percepció que la recuperació econòmica és més lenta del que s'esperava.[1] Per exemple, com ho il·lustra el primer gràfic, si des de la Gran Recessió l'economia dels EUA s'hagués recuperat a un ritme semblant a l'observat després d'altres recessions, avui dia el seu PIB seria clarament més elevat. Per als economistes de demanda, això és especialment significatiu, perquè es produeix en un context de polítiques monetàries extraordinàriament expansives. Segons Larry Summers, exsecretari del tresor dels EUA, la situació s'explicaria per canvis estructurals que haurien comportat una major feblesa del consum i de la inversió de les llars i de les empreses (augment de la desigualtat i efectes d'histèresi[2] a les economies avançades, increment de l'estalvi a les emergents i envelliment de la població). Segons Summers, en aquesta situació, la política monetària és incapaç de fixar uns tipus d'interès prou baixos per compensar la feblesa estructural de la demanda, de manera que la solució passaria per una política fiscal més expansiva, que, justament, es podria materialitzar en una major inversió en infraestructures.

A l'altre costat de la pista, l'argument és que el menor dinamisme de la recuperació és degut a una capacitat de creixement menys pròspera del que s'havia anticipat: per exemple, segons Robert Gordon, de la Universitat de Northwestern, l'impacte en creixement de la revolució digital és molt més modest que el d'altres tecnologies anteriors.[3] En aquest sentit, l'impuls de les infraestructures comportaria l'eliminació de colls d'ampolla que llasten el costat de l'oferta i l'augment de la capacitat productiva més enllà de l'efecte de la revolució digital.

Finalment, hi ha un tercer grup d'economistes, entre els quals destaca Kenneth Rogoff, de Harvard, que se situen en un pla intermedi i que defensen que el problema és el sobreendeutament. Aquest últim argument és fonamental en la discussió sobre les infraestructures, perquè remarca que la inversió s'ha de dur a terme en projectes d'elevat retorn i que, per tant, no empitjorin el llast de l'elevat endeutament. De fet, el Fons Monetari Internacional (FMI) estima que, al conjunt de les economies avançades, un increment de la inversió pública en 1 p. p. del PIB pot arribar a augmentar el 2,5% el nivell d'activitat i reduir la ràtio de deute públic en gairebé el 10% si la inversió es fa de manera eficient, mentre que, d'una altra manera, no hi ha un efecte significatiu.[4]

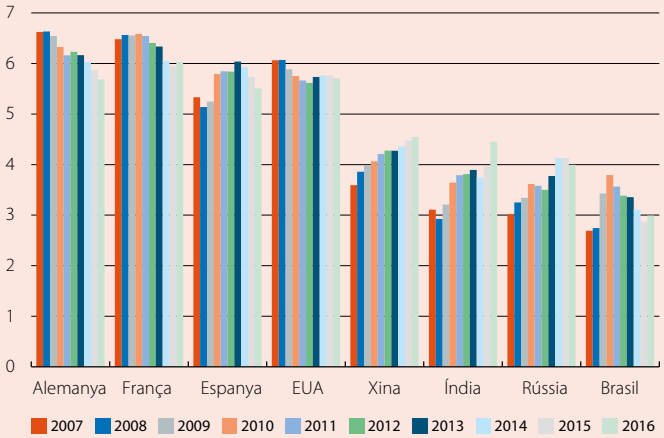
No obstant això, malgrat aquest consens entre economistes i malgrat un impacte macroeconòmic potencialment positiu, la qualitat de les infraestructures a les economies avançades ha patit un declivi en els últims anys (vegeu el segon gràfic). Per exemple, com s'explica a l'article «EUA: invertir o no invertir, aquesta és la qüestió», d'aquest Dossier, als EUA s'ha produït un fort deteriorament de la qualitat de les carreteres, amb problemes creixents de congestió. A més a més, tant als EUA com a Europa, s'ha iden-

1. Hi ha economistes que argumenten que la lentitud és només aparent i que és deguda a problemes de mesurament que, probablement, ens duen a infraestimar el creixement actual. Però aquests economistes veuen, també, en les infraestructures una manera d'ampliar el potencial de creixement.
2. En economia, el terme «histèresi» fa referència, per exemple, a la pèrdua permanent d'habilitats que pateixen els treballadors en situació d'atur durant un període llarg de temps.
3. En realitat, aquest argument el recullen tant economistes d'oferta com de demanda. Olivier Blanchard defensa que les pitjors perspectives pel que fa a la productivitat futura es tradueixen en feblesa de la demanda present.
4. FMI, 2014, «Is it time for an infrastructure push? The macroeconomic effects of public investment», World Economic Outlook, capítol 3.

tificat una bretxa important entre la inversió prevista i la necessària per mantenir unes infraestructures competitives. En resposta, Donald Trump proposa un programa d'inversió d'un bilió de dòlars en 10 anys, però la incertesa és elevada sobre el què i el com, mentre que la Comissió Europea ha impulsat el Pla Juncker (vegeu l'article «Les infraestructures a la Unió Europea i el rol del Pla Juncker», d'aquest Dossier) amb l'al·licient afegit de potenciar la integració europea. Als emergents, en canvi, es produeix una millora continuada en la qualitat de les infraestructures (amb la notable excepció del Brasil). En part, això respon a un procés de convergència econòmica: tal com ho mostra el tercer gràfic, el desenvolupament va associat a una millora de la qualitat de les infraestructures, que és especialment intensa en nivells baixos de renda. No obstant això, com es detalla a l'article «Infraestructures i emergents: un còctel diferent per a cada etapa de desenvolupament», d'aquest Dossier, existeixen certs dubtes sobre si les economies emergents cerquen les inversions més eficients per aprofitar la nova revolució tecnològica: les infraestructures en tecnologies de telecomunicació i digitalització.

Evolució de la qualitat de la infraestructura

*(Escala d'1 a 7) **

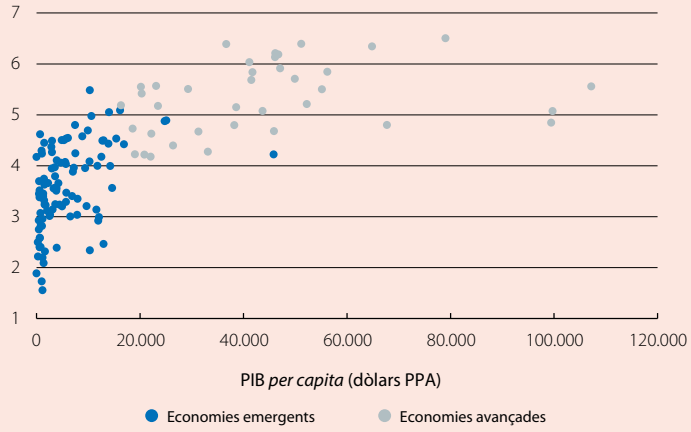


Nota: ** Una major puntuació indica una millor qualitat de la infraestructura.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Global Competitiveness Report.*

Aquestes dinàmiques i aquestes propostes inversores de les economies avançades i de les emergents ens duen a la qüestió clau: com identificar i finançar les infraestructures que tenen més impacte sobre l'activitat? Les infraestructures solen comportar costos inicials elevats i uns beneficis que es distribueixen durant un període llarg de temps. A més a més, solen generar externalitats i tenen característiques de bé públic (no rivalitat i no exclusió). Tots aquests elements fan que la iniciativa privada no sigui suficient per assolir el nivell òptim d'inversió en infraestructura, la qual cosa ha fet del sector públic l'encarregat tradicional de promoure la construcció d'infraestructures i, fins i tot, de gestionar-les. No obstant això, també cal reconèixer que la inversió pública no sempre s'ha orientat cap als projectes més productius. A més a més, amb l'arribada del que pot ser la Quarta Revolució Industrial (digitalització i automatització), i amb dinàmiques de fons com l'envelliment de la població i el canvi climàtic, la incertesa sobre quina serà la infraestructura òptima en el futur és més elevada. Ateses aquestes dificultats informatives i de gestió eficient, han guanyat pes les col·laboracions público-privades (PPP, per les sigles en anglès), en especial a les economies emergents. En una PPP típica, l'empresa privada proporciona el finançament inicial necessari i dissenya, construeix, opera i manté la infraestructura, de manera que aprofita el seu *know-how* i facilita un ús eficient dels recursos. A canvi, rep pagaments periòdics procedents del sector públic durant un determinat període de temps. No obstant això, les avaluacions de les PPP mostren que no sempre són reeixides i que, en ocasions, són utilitzades per esquivar restriccions sobre la despesa pública i per finançar projectes poc rendibles, en especial en economies emergents.

Infraestructures i desenvolupament econòmic

*Qualitat de la infraestructura (escala d'1 a 7) **



Nota: ** Una major puntuació indica una millor qualitat de la infraestructura.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Global Competitiveness Report.*

Finalment, doncs, la qüestió és si Trump als EUA, el Pla Juncker a Europa o iniciatives com la Nova Ruta de la Seda a les economies emergents seran capaços d'identificar i de dur a terme els projectes amb retorns elevats, que, al capdavall, són els que poden generar un cercle virtuós de creixement. La resposta? Passin i llegeixin.

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

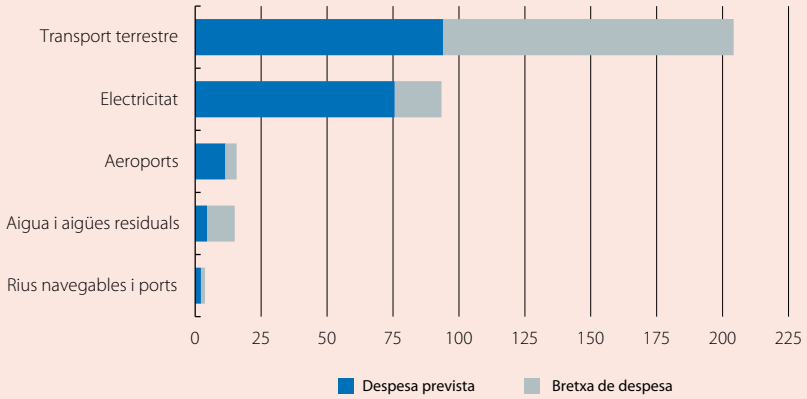
EUA: invertir o no invertir, aquesta és la qüestió

En les passades eleccions presidencials nord-americanes, un dels pocs punts en comú dels programes electorals del llavors candidat republicà (i avui president) Trump i de la demòcrata Clinton era el de la necessitat d'incrementar la despesa en infraestructures. I és que, pel que sembla, als EUA existeix un clar consens sobre aquesta qüestió. En l'àmbit econòmic, hi ha els qui argumenten que un *stock* més gran i millorat en infraestructures podria corregir el menor creixement de la productivitat. Més enllà del perímetre econòmic, hi ha els qui, simplement, desitgen unes carreteres sense forats i uns ponts en bones condicions.

A aquests últims, de fet, no els falta la raó. Al voltant del 25% de les carreteres nord-americanes es troben en una condició pobra, més del 40% de les vies tenen problemes de congestió, un problema que ha augmentat el 36% en els sis últims anys, i l'evolució de la qualitat de les infraestructures nord-americanes en conjunt ha estat de les més desfavorables entre els països avançats.[1]

EUA: despesa anual en infraestructures *

*(Milers de milions de dòlars) ***



Notes: ** La suma de la despesa prevista i de la bretxa de despesa és la despesa òptima segons l'Associació Nord-americana d'Enginyers Civils. ** En milers de milions de dòlars constants del 2015.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Associació Nord-americana d'Enginyers Civils, «Failure to Act. Closing the Infrastructure Investment Gap for America's Economic Future, 2016».*

En aquest sentit, segons la Societat Nord-americana d'Enginyers Civils (ASCE), existeix una bretxa important entre la inversió prevista en infraestructures i la inversió òptima en els 10 propers anys. I malgrat que és innegable que l'ASCE pot tenir un cert interès a exagerar la necessitat d'incrementar la despesa en infraestructures (ja que els beneficia de manera directa), l'estimació de la bretxa de 144.000 milions de dòlars anuals (equivalent al 0,9% del PIB) és, com a mínim, reveladora. Així mateix, i malgrat l'increment significatiu de la despesa federal per millorar i per mantenir les carreteres impulsat per l'Administració Obama,[2] es tracta d'una bretxa que fa anys que s'arrossega i que comporta un cost econòmic substancial: 147.000 milions de dòlars el 2015, segons l'ASCE, corresponents a la major despesa en reparacions de vehicles, a l'augment en el temps de desplaçament, a la inseguretat per als ciutadans i als costos mediambientals.

Des d'un punt de vista estrictament econòmic, els beneficis d'invertir en infraestructures poden superar els costos. Sempre que es tracti de projectes que augmentin la capacitat productiva del país, és clar. Així, nombrosos estudis, que analitzen i quantifiquen els efectes sobre la productivitat i el creixement d'un impuls fiscal centrat en un increment de la inversió en infraestructures als EUA, conclouen que els efectes sobre el creixement poden ser àmpliament positius, tant a curt com a llarg termini. A curt termini, una despesa més elevada és un estímul per a la demanda i, a llarg termini, comporta un augment de la capacitat productiva (és a dir, actua sobre l'oferta).

En particular, els multiplicadors oposats per al cas nord-americà, basats en l'evidència empírica entre la dècada dels cinquanta i la del 2000, oscil·len entre un molt moderat 0,4 fins a un molt significatiu 2,2.[3] Un multiplicador del dos, per exemple, significa que, per cada dòlar extra gastat en la millora de les infraestructures, el nivell del PIB s'incrementa en dos dòlars a mitjà termini.

Una preocupació associada a l'increment de la despesa és l'impacte que tindria sobre el deute públic. Una qüestió especialment rellevant en un país on el sector públic assumeix el cost de la major part dels projectes en infraestructures (Govern local, estatal i/o federal) i on el nivell de deute públic vinculat a aquests projectes se situa en un elevat 104,8% del PIB. No obstant això, aquí

1. Segons les dades de l'Administració Federal d'Autopistes dels EUA, l'FMI i la Societat Nord-americana d'Enginyers Civils (en un estudi elaborat per l'Economic Development Research Group).
2. El president Barack Obama va impulsar un projecte de llei per augmentar el finançament federal de les infraestructures de transport terrestre que va ser aprovat al desembre del 2015 (Fixing America Transportation Act o FAST).
3. Vegeu Reichling, F. i Whalen, C. (2015), «The Fiscal Multiplier and Economic Policy Analysis in the United States», Working Paper 2015-02 (núm. 49925), per a un resum de diferents estudis sobre multiplicadors fiscals, i Leduc, S. i Wilson, D. (2013), «Roads to Prosperity or Bridges to Nowhere? Theory and Evidence on the Impact of Public Infrastructure Investment», NBER Macroeconomics Annual, 27(1), 89-142, per a un cas concret d'inversió en carreteres.

també, un gran nombre d'estudis consultats conclouen que el deute públic en percentatge del PIB es podria reduir, ja que l'increment del deute davant uns dèficits fiscals més elevats quedaria compensat amb escreix per la millora del PIB. Això és coherent amb l'estimació de multiplicadors fiscals relativament elevats.

Així, doncs, sembla que la inversió en infraestructures ha tingut un efecte beneficiós sobre el creixement nord-americà en el passat. No obstant això, en l'actualitat, alguns elements que caracteritzen l'economia dels EUA podrien neutralitzar una part dels efectes positius. El reduït *slack* del mercat laboral n'és un. Si el mercat de treball es troba prop de la plena ocupació, un impuls fiscal repercutiria en gran manera sobre la inflació i molt menys sobre el creixement. Una taxa d'atur per sota del 5% i augments salarials al voltant del 2,5% suggereixen que l'*slack* del mercat de treball nord-americà és cada vegada més limitat. En aquest cas, i segons diverses anàlisis, entre les quals destacaria l'elaborada per l'FMI en l'informe de perspectives globals del 2014, el multiplicador fiscal se situaria al voltant de l'u i clarament lluny del dos esmentat més amunt.

No obstant això, és pertinent matisar aquest punt. I és que un augment de la inversió en infraestructures podria ajudar un grup de ciutadans amb un important problema d'ocupació estructural sorgida després de la crisi econòmico-financera del 2008: homes de mitjana edat amb un nivell d'estudis baix que, desanimats per la crisi, van abandonar el mercat laboral i que podrien ser fàcilment ocupats al sector de la construcció.

Un segon element que podria rebaixar els efectes beneficiosos d'un increment en la inversió en infraestructures tradicionals és el ritme d'avanç de la tecnologia. En un món tan canviant com l'actual, fins a quin punt les infraestructures més representatives que han donat suport al sòlid creixement nord-americà dels 50 últims anys continuaran sent efectives en l'economia del coneixement? Millorar l'estat de les carreteres, tot i que estan visiblement deteriorades, és més urgent que assegurar la disponibilitat de banda ampla sense fil a tot el país per facilitar l'ús de drons o de cotxes sense conductor? Indiscutiblement, el nou paradigma tecnològic planteja dubtes sobre quines són les infraestructures més adequades i sobre com les inversions afectaran la productivitat.

En definitiva, el sector públic té un paper important i difícil en la nova economia dels EUA. Amb les seves inversions pot facilitar el desenvolupament de la indústria del futur. Però l'estadi cíclic en què es troba el país i la incertesa sobre l'entorn compliquen molt aquestes dues decisions fonamentals: quant s'ha de gastar i on.

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

Les infraestructures a la Unió Europea i el rol del Pla Juncker

El Tractat de Roma, del qual celebrem el 60è aniversari aquest mes, ja va assenyalar la importància de les infraestructures transeuropees i va establir una política comuna de transports. L'objectiu era facilitar la creació d'un mercat únic i reforçar la cohesió econòmica i social a Europa. Seixanta anys després, la inversió en infraestructures continua sent percebuda com un eix vertebrador del projecte europeu, i el Pla Juncker n'és una clara mostra.

Les infraestructures són un factor clau per facilitar l'activitat econòmica d'una regió. Unes infraestructures adequades redueixen els costos de producció i faciliten el flux de béns, de serveis, de persones i d'informació. En integrar els mercats, fomenten també la competència, augmenten els incentius per innovar i incrementen la productivitat. El cas de la Unió Europea (UE) és paradigmàtic, ja que, per aconseguir el funcionament òptim del mercat únic europeu, són indispensables unes xarxes integrades d'infraestructures de transport, energètiques, telecomunicacions, etc. que ajudin a integrar tots els Estats membres.

Al Tractat de Maastricht, signat el 1992, la UE va establir com a prioritat el desenvolupament de les xarxes d'infraestructures transeuropees (conegudes per les sigles en anglès, TEN). Aquestes xarxes prioritàries no solament engloben les més conegudes xarxes de transport (TEN-T), sinó també d'energia (TEN-E) i de telecomunicacions (eTEN). Les xarxes TEN-T consisteixen en nou corredors europeus que haurien d'unir, el 2030, 94 ports europeus amb connexions de ferrocarril i de carretera, 38 aeroports clau amb connexions de tren a les ciutats més importants, 15.000 quilòmetres de trens d'alta velocitat i 35 projectes transfronterers que redueixin els colls d'ampolla. En el cas de l'energia, està previst que la xarxa TEN-E faciliti la interoperabilitat transfronterera de les xarxes d'electricitat i de gas i que, al mateix temps, impulsi les energies renovables. Finalment, la xarxa de telecomunicacions eTEN pretén donar suport a la modernització de les xarxes de banda ampla i al llançament de serveis electrònics transeuropeus d'interès públic en l'àmbit de la sanitat o de l'Administració pública, entre d'altres.

Des que es va iniciar el projecte de les xarxes TEN, les infraestructures han millorat molt al conjunt de la Unió. No obstant això, segons el Banc Europeu d'Inversions (BEI), encara existeix un important dèficit d'inversió en infraestructures. Segons el BEI, la diferència entre la inversió realitzada en infraestructures i la necessària per assolir diferents estàndards globals arribarà als 335.000 milions d'euros anuals en els cinc propers anys. Més del 30% de la bretxa correspon a infraestructures energètiques, destinades a assegurar el subministrament d'energia a la UE, a modernitzar les xarxes de distribució i a aconseguir una major eficiència energètica dels edificis i de les indústries. També són destacables, en l'era de l'economia del coneixement, les infraestructures de telecomunicacions, que representen el 19% de la bretxa i inclouen una millora de la capacitat de gestió de les dades i de la ciberseguretat. La resta de necessitats d'infraestructura són de logística i transport (el 24% de la bretxa) i d'aigua i gestió de residus (el 27%).

Una part d'aquesta inversió es pot dur a terme amb finançament públic, atesa la naturalesa de bé quasipúblic de les infraestructures. No obstant això, les elevades necessitats d'inversió i la dificultat de dur a terme una selecció rigorosa de projectes per a una

Necessitats d'inversió en infraestructura a la Unió Europea segons el BEI

(Milers de milions d'euros)

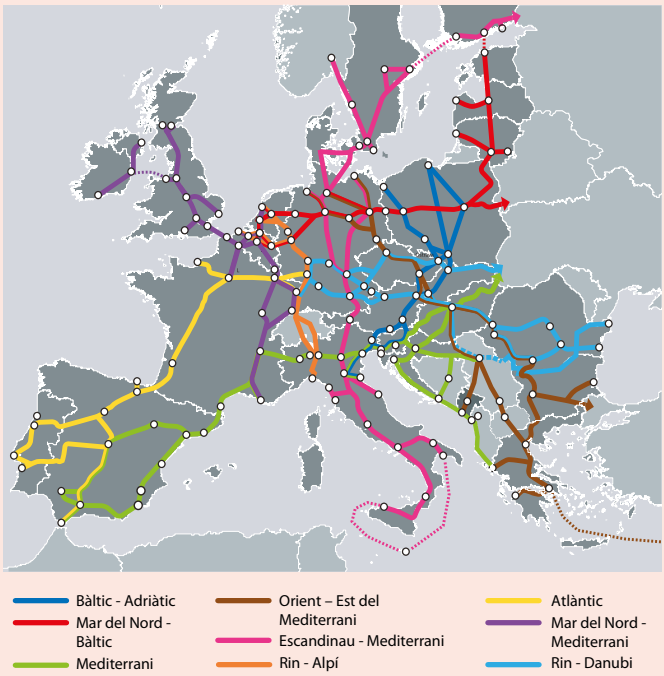
	Inversió anual			
	Necessària	Actual	Bretxa	(% del total)
Necessitats en infraestructura logística i de transport	**160**	**80**	**80**	**24%**
Modernitzar transport urbà per assolir els estàndards globals	80	40	40	
Assegurar una capacitat suficient en el transport interurbà (inclou les Xarxes Transeuropees de Transport)	80	40	40	
Necessitats en infraestructura energètica	**230**	**130**	**100**	**30%**
Actualització de les xarxes energètiques (gas i electricitat)	64	47	18	
Eficiència energètica en edificis i indústries	112	42	70	
Generació d'electricitat, incloses renovables	53	41	12	
Necessitats en infraestructura de telecomunicacions	**160**	**95**	**65**	**19%**
Assolir l'estàndard global en serveis de banda ampla	75	45	30	
Assolir la capacitat de gestió de dades dels EUA	50	25	25	
Assolir la inversió dels EUA en ciberseguretat	35	25	10	
Necessitats d'inversió en aigua i gestió de residus	**138**	**48**	**90**	**27%**
Seguretat de l'aigua, inclòs risc d'inundacions	15	2	13	
Conformitat i rehabilitació de la infraestructura hidràulica	75	30	45	
Millorar la gestió de residus i la recuperació de materials	8	3	5	
Necessitats addicionals per a una infraestructura urbana resistent i eficient	40	13	27	
Total	**688**	**353**	**335**	**100%**

Nota: *Per a més detalls i per a períodes concrets per tipus d'infraestructura, vegeu EIB (2016), «Restoring EU Competitiveness. 2016 updated version».*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Europeu d'Inversions.*

inversió eficient en infraestructures han incrementat la importància de les col·laboracions público-privades (PPP, per les sigles en anglès) en el cas europeu (per a més detalls, vegeu l'article «Infraestructures, punt de trobada», d'aquest Dossier). Així mateix, la incertesa sobre quines són les inversions requerides en un context de canvi tecnològic i el seu nivell de risc comporten que el rol del sector públic sigui cada vegada més de catalitzador de la inversió, aportant un marc de seguretat jurídica (regles de joc clares), i que el sector privat sigui el que hagi d'afrontar el disseny dels projectes i la major part de la inversió.

Xarxes Transeuropees de Transport (TEN-T)

Corredors de transport intermodal



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

El pla d'inversions per a Europa, més conegut com Pla Juncker, és un cas paradigmàtic de PPP: busca reactivar la inversió a la UE mobilitzant millor els recursos financers, permetent que el BEI financi projectes més arriscats però innovadors i eliminant barreres a la inversió a la UE. La part central del pla és el finançament de projectes d'inversió mitjançant el Fons Europeu d'Inversions Estratègiques (FEIE), engegat al juny del 2015. Amb un capital de 33.500 milions d'euros entre les aportacions de la Comissió Europea (26.000 milions) i del BEI (7.500 milions) com a garantia, té previst impulsar projectes d'inversió en infraestructures estratègiques i en petites i mitjanes empreses per valor de 500.000 milions d'euros durant 2015-2020.[1] Ara com ara, l'aplicació del Pla Juncker segueix el guió previst. Al gener del 2017, ja hi havia aprovats 31.500 milions de finançament corresponents a 444 operacions a 28 països de la UE, amb una inversió total prevista de 168.800 milions d'euros, al voltant del 33% de l'objectiu total. La majoria de projectes són inversions en infraestructures i innovació als sectors de l'energia, la indústria i el transport i es concentren en grans països, com França, Itàlia, el Regne Unit i Espanya. Amb el finançament aprovat de 40 projectes, per valor de 3.420 milions d'euros per a una inversió total de 23.000 milions d'euros, Espanya és un dels països més beneficiats.

Així mateix, una part important del Pla Juncker té com a objectiu acostar els projectes a la comunitat inversora i reduir altres traves a la inversió, com la fragmentació reguladora. D'una banda, augmenta la visibilitat dels projectes d'inversió mitjançant l'European Investment Project Portal per atreure el capital privat i desenvolupa tasques d'assessorament amb l'European Investment Advisory Hub. De l'altra, el pla busca la millora de l'entorn inversor en general, reduint les barreres a la inversió encara existents a la UE, com la burocràcia o la fragmentació dels mercats.[2]

Les avaluacions realitzades del Pla Juncker valoren de forma positiva el nivell assolit d'inversió, coherent amb les previsions.[3] No obstant això, és aviat per treure conclusions en termes d'efectivitat i d'impacte. D'una banda, molts projectes encara s'han de començar a implementar i els seus beneficis es produiran a mitjà termini. De l'altra, és molt difícil avaluar si els projectes escollits no s'haguessin realitzat sense el pla o el seu nivell de risc, malgrat que els criteris de concessió incloguin la condició que la participació del FEIE és imprescindible perquè es dugui a terme el projecte i el seu «perfil» innovador i arriscat. Claeys i Leandro creuen que és prematur afirmar que el FEIE ha comportat el finançament de projectes addicionals, ja que la majoria de projectes aprovats són molt similars a uns altres ja finançats pel BEI, i la poca informació disponible dificulta l'avaluació del seu nivell de risc.[4]

El Pla Juncker complementa una part de la inversió que realitza la Comissió Europea en infraestructures a nivell transeuropeu, que, en la seva majoria, es canalitza a través d'altres programes, com el Connecting Europe Facility, el Horizon 2020 i els Fons Estructurals i d'Inversió, en el marc de la política de cohesió de la UE. En qualsevol cas, el pla exemplifica un canvi d'intervenció pública en la inversió en infraestructures, centrada a corregir errors de mercat i situacions de subinversió, i on el finançament públic s'utilitza per atreure inversió privada i per poder permetre el finançament d'un major nombre de projectes.

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

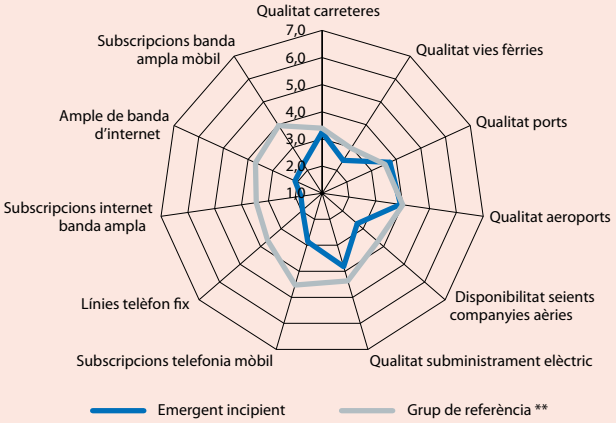
1. L'objectiu és multiplicar el capital inicial per 15, en utilitzar-lo com a garantia per emetre deute per valor de 100.000 milions, que, amb posterioritat, és utilitzat com a garantia per atreure 400.000 milions més en inversions privades.
2. BEI (2016), «Breaking Down Investment Barriers at Ground Level. Case studies and other evidence related to investment barriers under the third pillar of the Investment Plan for Europe».
3. Per a més detalls, vegeu les tres avaluacions diferents del FEIE elaborades per la Comissió Europea, pel BEI i per Ernst & Young.
4. Claeys, G. i Leandro, A. (2016), «Assessing the Juncker Pla after one year», Bruegel.

Infraestructures i emergents: un còctel diferent per a cada etapa de desenvolupament

El 2012, la inversió anual en infraestructures a nivell mundial va ser, aproximadament, de 4 trilions de dòlars nord-americans. El 2025, es podria arribar als 9 trilions de dòlars. El 60% d'aquest total es gastarà en infraestructures de la regió de l'Àsia-Pacífic.[1] La demanda d'inversió als emergents serà, per tant, un motor essencial del desenvolupament infraestructural mundial en les properes dècades. Un dels exemples més tangibles d'aquesta dinàmica és la iniciativa que es coneix, popularment, com Nova Ruta de la Seda. Malgrat que encara no és un projecte plenament definit, hauria d'unir en un futur 65 països d'Àsia, Àfrica i Europa mitjançant una sèrie de megaprojectes terrestres o un conjunt d'instal·lacions portuàries. Inclourà, com a mínim, sis grans corredors econòmics, implicarà una inversió total que es podria situar al voltant dels 6 bilions de dòlars nord-americans (aproximadament, la meitat del PIB xinès actual) i hauria d'estar finalitzat cap al 2050. La seva importància econòmica promet estar a l'altura de la descomunal envergadura de la iniciativa, ja que propiciarà els fluxos comercials d'un mercat potencial que engloba el 40% del PIB mundial i uns 4.400 milions de persones. En definitiva, en un futur proper, parlar de grans infraestructures serà, en gran part, equivalent a tractar sobre els projectes que els emergents necessiten. I aquesta és precisament la qüestió que aquest article tractarà de dilucidar: es poden identificar algunes característiques que haurien de compartir les infraestructures emergents perquè contribueixin, decisivament, a avançar en la via del desenvolupament socioeconòmic?

Infraestructures dels emergents incipients

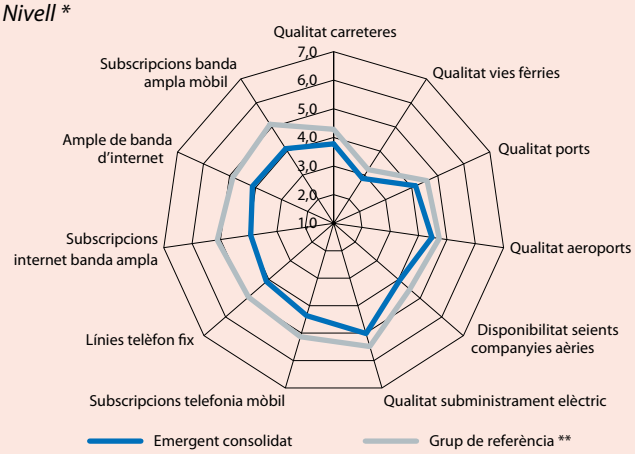
*Nivell **



Notes: ** On 7 és la millor dotació d'infraestructures i 1, la pitjor.*
*** Països que transiten del grup d'emergents incipients a emergents consolidats.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial i del Global Competitiveness Report.*

Infraestructures dels emergents consolidats

*Nivell **



Notes: ** On 7 és la millor dotació d'infraestructures i 1, la pitjor.*
*** Països que transiten del grup d'emergents consolidats a economies avançades.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial i del Global Competitiveness Report.*

El punt de partida d'aquest exercici implica disposar d'una certa taxonomia dels emergents en funció del seu grau de desenvolupament socioeconòmic. Els enfocaments habituals van des d'establir conjunts d'emergents en funció de la renda *per capita* a fixar categories en funció de les seves característiques qualitatives. En el present article, s'opta per partir de la classificació del World Competitiveness Report (WCR), que combina els dos elements i identifica tres grans grups de països en funció del seu desenvolupament.[2] Les economies emergents que convencionalment el lector té al cap se situen en les dues primeres categories (que nosaltres anomenarem «emergents incipients» i «emergents consolidats»), mentre que, a la tercera, se situen les economies avançades.

A més d'aquestes categories principals, el WCR identifica algunes economies que han aconseguit «escapar» del seu grup i que transiten cap al següent nivell de desenvolupament. Així, per exemple, mentre que l'Índia està enquadrada en l'etapa d'emergents incipients, les Filipines o el Vietnam estan en transició cap a l'etapa d'emergents consolidats. Partint d'aquesta classificació, la pregunta que cal respondre és: fins a quin punt són diferents les infraestructures dels grups de transició de les del seu grup precedent? Per realitzar aquesta comparació, es caracteritzarà les infraestructures mitjançant la identificació d'11 dimensions crítiques, que van de la qualitat de les carreteres fins a la qualitat de la infraestructura digital (per al detall de les categories, vegeu els gràfics adjunts). Aquesta identificació permetrà comparar la dotació infraestructural mitjana d'un emergent incipient amb la que té, de mitjana, un país que ja transita cap a l'etapa d'emergent consolidat, o contrastar la dotació mitjana de l'etapa d'emergent consolidat amb la dels països que s'encaminen cap a l'etapa d'economia avançada.

1. PricewaterhouseCoopers (2015), «Capital project and infrastructure spending», Outlook 2025.
2. Les economies de l'etapa 1, que, en la nomenclatura del WCR, s'anomenen «impulsades per l'acumulació de factors productius» (*factor-driven*), són països on la renda *per capita* s'acostuma a situar per sota dels 2.000 dòlars; les de l'etapa 2 («impulsades per l'eficiència», o *efficiency-driven*) estan entre els 3.000 i els 9.000 dòlars, i, finalment, les de l'etapa 3 («impulsades per la innovació», o *innovation-driven*) superen els 17.000 dòlars.

D'aquesta anàlisi es desprèn que, com era d'esperar, per superar l'estadi actual de desenvolupament, les economies emergents han de millorar en totes les dimensions infraestructurals: les infraestructures dels països de referència superen els seus antecessors en gairebé totes aquestes dimensions. Però, un cop feta aquesta asseveració general, abunden els matisos prescriptius. En primer lloc, passar d'emergent incipient a situar-se en transició cap a emergent consolidat s'associa a un salt infraestructural major que el que s'observa en abandonar la categoria d'emergent consolidat. Un segon aspecte que cal destacar és que la necessitat de millorar en totes les tipologies d'infraestructures no implica, necessàriament, que totes elles siguin igualment crítiques. Les dades constaten que la distància de cada grup emergent del conjunt que transita cap a l'etapa següent de desenvolupament és menor en matèria de les infraestructures que podríem anomenar tradicionals (carreteres, ports, energia, etc.) que en les vinculades a les noves tecnologies de la informació i de la comunicació (TIC). En definitiva, en la via del desenvolupament, primer s'actua sobre els àmbits tradicionals per després atacar el front de les infraestructures TIC.

Considerant que aquesta és l'evolució per als grans grups, és útil particularitzar alguns països. L'Índia està enclavada en el grup d'economies incipients. Com és conegut, els diferents Governs han emfatitzat que cal millorar les infraestructures per abandonar l'actual estadi de desenvolupament. Quin ha estat el resultat d'aquest esforç inversor? Paradoxalment, a dia d'avui, el país disposa de millors infraestructures tradicionals no solament que els seus socis de categoria sinó també que els seus referents situats en el següent estadi de desenvolupament. En canvi, i malgrat que sovint es destaca la seva importància com a gran font de subcontractació de TIC, la veritat és que, en aquest àmbit, la qualitat de les infraestructures al conjunt del país és baixa.

Un altre cas informatiu és el de Rússia, un país que queda classificat com en transició d'emergent incipient a consolidat. El discurs habitual és que, en aquesta transició, el país ha embarrancat i no ha estat capaç de dotar-se dels elements per saltar a la següent etapa. No obstant això, quan s'analitza la dotació infraestructural, sembla que, en realitat, el país ha fet un important esforç de priorització. Destaca positivament, fins i tot quan es compara amb els millors emergents, en aspectes com el transport aeri, el ferroviari i algunes de les infraestructures TIC. El preu? Assumir, per exemple, la mala qualitat en infraestructures com les carreteres.

I la Xina? El gegant asiàtic és, en la nostra terminologia, un emergent consolidat. El país, com és sabut, ha fet pivotar una gran part del model tradicional de creixement sobre l'esforç inversor domèstic. Com a resultat, previsible, la seva dotació d'infraestructures tradicional és bona. Però, en canvi, malgrat que potser amb la mateixa gravetat que a l'Índia, el país se situa un pas enrere en infraestructures TIC. Si l'aposta de futur és bascular cap a un major pes dels serveis, en especial d'alt valor afegit, l'esforç inversor s'hauria de canalitzar cap a aquest últim tipus d'infraestructures.

Un quart emergent que tendeix a atreure l'atenció en matèria infraestructural és el Brasil. Repetidament, s'ha atribuït als colls d'ampolla productius, *ergo* infraestructurals, els problemes recurrents de sobreescalfament que patia el país quan accelerava el creixement. Les dades corroboren aquesta visió. El Brasil, una economia emergent consolidada, queda lluny dels seus referents, tant en infraestructures tradicionals com en moltes de les infraestructures TIC, la qual cosa fa poc probable un salt immediat, tret que s'actuï amb decisió.

Finalment, parem esment a un país singular, Malàisia. La major part dels emergents manté una dotació infraestructural que es correspon, de forma força ajustada, a la seva renda *per capita*. Però aquest no és el cas de Malàisia, on les infraestructures són clarament millors que les que es podria esperar pel seu estadi de desenvolupament. És un cas que fa preveure una probable millora del potencial de creixement i que s'entén millor quan es recorda que una gran part de l'estratègia del país passa per estrènyer els llaços amb una de les economies més avançades del globus, la de Singapur.

Un cop revisat el *mix* d'infraestructures dels emergents, i detectada la composició a la qual s'hauria d'aspirar, ara la qüestió és saber com s'hi arriba i, en particular, com s'hi arriba en un món de recursos escassos. Malgrat que una anàlisi profunda de la qüestió supera els objectius d'aquest article, convé retenir que la literatura sobre el finançament de les infraestructures ha emfatitzat la importància creixent que tindrà en el futur per als emergents una modalitat de finançament específic, les anomenades associacions público-privades (més conegudes com PPP, per les sigles en anglès). Enfront del finançament i del desenvolupament totalment públic històricament habitual (en especial, als països desenvolupats), el PPP és una modalitat en auge als països emergents. Segons les dades del Banc Mundial, l'stock de capital públic finançat per aquesta modalitat ha passat de ser gairebé nul a equivaler al 3% del PIB als països emergents el 2013, mentre que, als avançats, s'estimava una importància unes 10 vegades menor.

En resum, per a la major part dels emergents estudiats, sembla que la «recepta», si fóssim tan atrevits com per oferir-ne una, passa per, un cop dotats de les infraestructures bàsiques tradicionals, intensificar les apostes per les infraestructures TIC, que prometen, si més no, la possibilitat de facilitar salts majors en el desenvolupament. Així mateix, i atesos els retorns més incerts d'aquestes infraestructures en relació amb les convencionals i les restriccions de recursos públics que pateixen molts d'aquests països, sembla recomanable disposar d'alguna modalitat de participació privada que s'afegeixi a la pública. En definitiva, en el combinat òptim d'infraestructures, com més avançat sigui l'emergent, més dosi de TIC i de PPP en el còctel.

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

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

¿Un sistema europeo de garantía de depósitos?
Enric Fernández, Gerard Arqué i Cristina Plata, 02/2017

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

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 2016

	MILIONS €
Recursos de clients	303.895
Crèdit a la clientela, brut	204.857
Resultat atribuït al Grup	1.047
Capitalització borsària	18.768
Clients (milions)	13,8
Empleats del Grup CaixaBank	32.403
Oficines a Espanya	5.027
Terminals d'autoservei	9.479

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓ BANCÀRIA "la Caixa": PRESSUPOST 2017

	MILIONS €
Social	304,2
Investigació i formació d'excel·lència	79,6
Divulgació, cultura i coneixement	126,2
TOTAL PRESSUPOST	**510**

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