# IM04

**INFORME MENSUAL**
NÚMERO 411 | ABRIL 2017

## ENTORN ECONÒMIC I FINANCER


MERCATS FINANCERS
*El balanç de la Reserva Federal: un arma de doble tall?*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*Comerç internacional i cadenes de valor global a la baixa?*

UNIÓ EUROPEA
*Cap a on aniran els tipus? El BCE i els fonaments macroeconòmics*

ECONOMIA ESPANYOLA
*Tecnologia i ocupació de qualitat: una relació canviant?*


## DOSSIER: PENSIONS: UN DEBAT NECESSARI


*La reforma del sistema de pensions: un debat ineludible*

*Vides més longeves, jubilacions més actives*

*Vies de finançament de les pensions*

*Estalvi privat per a la jubilació: un complement per a les pensions públiques*



CaixaBank Research

**INFORME MENSUAL**
**Abril 2017**

**CaixaBank, S.A.**
Planificació Estratègica i Estudis

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

Data de tancament d'aquesta edició:
31 de març 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 *El balanç de la Reserva Federal: un arma de doble tall?*

10 *Corba de tipus, expectatives de creixement i probabilitat de recessió*

**12 ECONOMIA INTERNACIONAL**

15 Quo vadis, *Turquia?*

16 *Comerç internacional i cadenes de valor global a la baixa?*

**18 UNIÓ EUROPEA**

21 *Cap a on aniran els tipus? El BCE i els fonaments macroeconòmics*

22 *Rellotge del deute públic a la zona de l'euro*

**24 ECONOMIA ESPANYOLA**

27 *Tecnologia i ocupació de qualitat: una relació canviant?*

28 *L'atur estructural a Espanya*

29 *La inflació espanyola i la pujada del petroli: aquesta vegada serà diferent?*

**32 DOSSIER: PENSIONS: UN DEBAT NECESSARI**

32 *La reforma del sistema de pensions: un debat ineludible*
Àlex Ruiz

34 *Vides més longeves, jubilacions més actives*
Josep Mestres Domènech

36 *Vies de finançament de les pensions*
Anna Campos

38 *Estalvi privat per a la jubilació: un complement per a les pensions públiques*
Mathieu Fort

# El debat de les pensions

Congratulem-nos: Espanya és un dels països del món amb una major esperança de vida. Els nostres lectors de 65 anys viuran, de mitjana, fins als 84 anys; les nostres lectores, fins als 88. Alguns i algunes, fins i tot, viuran més si, a més de llegir aquest *Informe Mensual*, practiquen altres hàbits saludables, com fer exercici de manera regular i mantenir una dieta equilibrada. Tot fa pensar, a més a més, que l'esperança de vida continuarà augmentant, probablement a un ritme creixent: s'ha perllongat gairebé sis anys en els quatre últims decennis i es preveu que s'allargui gairebé vuit anys en els propers quatre.

Aquesta gran notícia és la base fonamental de totes les discussions sobre la sostenibilitat del sistema de pensions. El desafiament és comú a la immensa majoria d'economies avançades, però, a Espanya, la pressió de la demografia a mitjà i a llarg termini és especialment alta, ja que la major longevitat va acompanyada d'una taxa de fecunditat situada entre les més baixes del món. A més a més, Espanya té el handicap afegit d'un mercat laboral que presenta unes taxes d'ocupació relativament baixes.

Unes poques xifres ajuden a il·lustrar aquestes pressions: actualment, a Espanya, el nombre de cotitzadors a la Seguretat Social ronda els 18 milions, al voltant del 60% de la població en edat de treballar, i el nombre de persones més grans de 65 anys s'apropa als 9 milions. És a dir, tenim poc més de 2 cotitzadors per cada persona en edat de jubilació.

Les previsions demogràfiques per al 2050 indiquen que, amb una taxa d'ocupació igual a l'actual, aquesta ràtio es reduiria a 1 o, el que és el mateix, el nombre de cotitzadors igualaria el nombre de persones més grans de 67 anys (uns 14,5 milions). Fins i tot en una situació de plena ocupació, la ràtio amb prou feines se situaria al voltant d'1,2. Per tant, les tendències demogràfiques imposen un repte enorme a un sistema de pensions com el nostre, de repartiment, en què les pensions dels jubilats s'han de cobrir amb les aportacions dels cotitzadors.

Les reformes del 2011 i, en especial, del 2013 van tenir en compte aquestes pressions i van plantejar una sèrie de regles que permeten garantir la sostenibilitat del sistema. De fet, aquestes reformes –amb les quals Espanya es va avançar a molts altres països– van ser clau, en el seu moment, per recuperar la confiança dels inversors internacionals. Entre altres canvis, es va retardar de forma esglaonada l'edat de jubilació, es va introduir un factor de sostenibilitat –que vincula la pensió a l'esperança de vida– i es va establir una fórmula que determina la revaloració anual de les pensions en funció de la situació pressupostària de la Seguretat Social (amb una revaloració mínima del 0,25%).

La qüestió és que, molt probablement, aquestes regles aconseguirien l'assoliment de la sostenibilitat del sistema mitjançant una forta, tot i que gradual, disminució de la generositat de les pensions. És de preveure que, durant molts dels anys en les properes dècades, les regles actuals implicarien revisions anuals del 0,25% per a les pensions. No en va, la Comissió Europea, per exemple, ha estimat una probable reducció de la ràtio entre pensió mitjana i salari mitjà, també anomenada taxa de substitució, d'uns 20 punts a llarg termini, fins a situar-la per sota del 40%.

El debat actual s'ha de centrar, per tant, en la conveniència de concentrar el pes de l'ajust de les pensions en la seva generositat, una opció que, políticament, pot ser poc sostenible. Hi ha alternatives que cal explorar: per exemple, vincular de forma automàtica l'edat estàndard de jubilació a l'esperança de vida, com ho han fet als Països Baixos o a Dinamarca; augmentar els incentius a treballar durant més anys; obtenir recursos addicionals per al sistema de pensions, o promoure l'estalvi privat per a la jubilació, de manera que pugui complementar les futures pensions públiques. Qualsevol mesura, a més a més, s'ha d'emmarcar en una estratègia de política econòmica més àmplia, que persegueixi millorar les perspectives de creixement de la productivitat i de l'ocupació i assegurar la sostenibilitat de les finances públiques.

En tot cas, la transparència és clau. Tenir una idea clara i anticipada sobre la pensió amb què podrem comptar el dia que ens jubilem és essencial per poder planificar el nostre estalvi de manera adequada.

**Enric Fernández**
Economista en cap
31 de març de 2017

# CRONOLOGIA

## MARÇ 2017

**1** La Comissió Europea presenta el Llibre Blanc sobre el futur d'Europa, en què proposa cinc escenaris possibles per a la UE-27 el 2025.
**16** La Reserva Federal va augmentar el tipus oficial en 25 p. b. per situar-lo en l'interval 0,75%-1%.
**29** El Regne Unit activa l'article 50 del Tractat de Lisboa per iniciar el procés de negociació per a la sortida de la UE.

## 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.

# AGENDA

## 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 la zona de l'euro (abril).
Avanç de l'IPC (abril).
**28** Balança de pagaments (febrer).
Avanç del PIB (1T).
PIB dels EUA (1T).

## MAIG 2017

**3** PIB de la zona de l'euro (1T).
Comitè de Mercat Obert de la Fed.
**4** Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (abril).
**5** Índex de producció industrial (març).
**18** Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (març).
PIB del Japó (1T).
**23** Comerç exterior (març).
**25** Comptabilitat nacional trimestral (1T).
**30** Execució pressupostària de l'Estat (abril).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (maig).
Avanç de l'IPC (maig).
**31** Balança de pagaments (març).

# L'activitat accelera, però la incertesa no remet

**Acceleració de l'economia global**. El primer trimestre de l'any s'ha saldat amb un balanç favorable dels indicadors d'activitat, l'acceleració de la qual reforça les perspectives d'un major creixement global per al conjunt del 2017, d'acord amb l'escenari de CaixaBank Research (previsió del 3,4% el 2017, lleugerament per damunt del 3,1% del 2016). Diferents elements donen suport a aquesta dinàmica, entres els quals destaca una política monetària encara acomodatícia als països avançats, malgrat el procés de normalització iniciat per la Fed nord-americana, que es va saldar amb una nova pujada de tipus en la reunió del març. L'acceleració també es basa en els emergents, que es mostren sòlids en aquestes fases inicials de la normalització monetària de la Fed i que es beneficien de la recuperació moderada del preu del petroli: malgrat els titubejos de les últimes setmanes, a causa del repunt de la producció de *shale* als EUA, les cotitzacions es van situar al març el 37% per damunt de les d'un any abans.

**La incertesa, propiciada sobretot pel context polític, persisteix**. Les bones perspectives per a l'activitat econòmica global, però, no han de fer-nos oblidar que els focus d'incertesa es mantenen actius. La Xina exemplifica aquesta lectura. Així, malgrat que l'Assemblea Nacional Popular va anunciar un objectiu de creixement del 6,5% per a enguany, d'acord amb un procés de canvi suau cap a un model productiu més equilibrat, aquesta transició es produeix amb un mapa de riscos elevats a causa dels desequilibris amb els quals opera l'economia (elevat nivell de deute, sobrecapacitat en alguns sectors i alt grau d'intervenció pública). Els avançats també mantenen oberts diferents fronts de risc. Als EUA, els primers passos legislatius de la nova Administració no han contribuït a reduir la incertesa: la incapacitat de derogar la reforma sanitària d'Obama ha generat dubtes sobre els suports amb què pot comptar el Congrés i el primer esborrany de proposta pressupostària va defraudar el sentiment inversor per la poca concreció i ambició.

**A Europa, el factor polític com a font d'incertesa també domina l'escena**. El mes de març va donar la sortida al calendari electoral amb les eleccions parlamentàries holandeses, on la victòria de l'actual primer ministre, Mark Rutte, i un resultat menys favorable del que s'esperava per al candidat populista d'extrema dreta van contribuir a moderar el risc polític. No obstant això, el gran focus de risc gira al voltant del cicle electoral de França, amb eleccions presidencials al final d'abril i legislatives al començament de juny. A més a més, el març del 2017 figurarà als llibres d'història com la data en què el Regne Unit va activar formalment el procés de sortida de la Unió Europea. Així, comença un període de dos anys de negociacions que s'albiren complexes.

**Malgrat el risc polític, els EUA mantenen el bon to i, a Europa, la recuperació guanya solidesa**. Enfront de la incertesa que envolta l'Administració Trump, els indicadors de sentiment i d'activitat de l'economia nord-americana van continuar avançant a bon ritme. Així, al març, avalada per la bona dinàmica d'una economia que s'apropa a la plena ocupació, la Reserva Federal va apujar el tipus d'interès de referència en 25 p. b., fins a l'interval 0,75%-1,00%, i manté un escenari de dues pujades més el 2017 i tres el 2018 (d'acord amb les previsions de CaixaBank Research). Una tònica similar positiva segueix la zona de l'euro, els indicadors de de sentiment de la qual es van situar en màxims des del 2011 i palesen que l'economia ha finalitzat el trimestre amb més fermesa.

**Dinàmica positiva de l'economia espanyola**. Els bons registres dels indicadors d'activitat mostren que el creixement de l'economia es manté més robust del que s'esperava. Aquesta inèrcia favorable queda reflectida en el model de previsió del PIB de CaixaBank Research, que pronostica un creixement intertrimestral del 0,8% en el 1T 2017 (lleugerament per damunt del 0,7% registrat en el 4T 2016), amb la demanda interna com a motor d'avanç. Aquesta evolució, juntament amb una previsió d'increments més moderats en el preu del petroli, justifica la millora de les previsions de creixement del PIB per al 2017 i el 2018 en 2 dècimes, fins al 2,8% i el 2,4%, respectivament. En conseqüència, CaixaBank Research ha millorat, també, les perspectives del mercat laboral (es crearan més de 400.000 nous llocs de treball en el conjunt de l'any 2017) i del saldo corrent. Es tracta d'un inici del 2017 amb certs paral·lelismes amb el que va succeir el 2016, quan el creixement va acabar sent superior a les previsions d'una part dels analistes privats i del propi Govern. Finalment, cal destacar que el 2016 es va tancar amb un dèficit públic del 4,3% del PIB (el 4,5% sumant les ajudes a la banca), per sota del 4,6% acordat amb Brussel·les. En canvi, si la política fiscal s'hagués mantingut neutral, el creixement econòmic hauria permès reduir el dèficit per sota del 4%.

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

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 | 2,7 | 2,0 | 3,0 | 3,0 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,5 |
| Consum de les AP | 2,0 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 | 0,0 | 0,2 | 1,0 | 0,7 | 1,1 |
| Formació bruta de capital fix | 6,0 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 2,6 | 2,2 | 2,9 | 2,5 | 3,6 | 4,0 |
| Béns d'equipament | 8,9 | 5,1 | 3,1 | 3,3 | 4,3 | 2,7 | 3,0 | 2,1 | 3,1 | 4,2 |
| Construcció | 4,9 | 1,9 | 3,3 | 3,5 | 1,6 | 1,9 | 2,8 | 2,8 | 3,7 | 4,0 |
| Demanda nacional (contr. Δ PIB) | 3,3 | 2,8 | 2,4 | 2,0 | 2,5 | 2,2 | 2,3 | 2,4 | 2,5 | 2,4 |
| Exportació de béns i serveis | 4,9 | 4,4 | 4,5 | 4,5 | 2,9 | 4,4 | 5,3 | 2,9 | 5,3 | 4,4 |
| Importació de béns i serveis | 5,6 | 3,3 | 3,6 | 3,6 | 1,0 | 2,3 | 3,6 | 1,9 | 5,0 | 4,1 |
| **Producte interior brut** | **3,2** | **3,2** | **2,8** | **2,4** | **3,2** | **3,0** | **2,9** | **2,8** | **2,7** | **2,7** |
| **Altres variables** | | | | | | | | | | |
| Ocupació | 3,0 | 2,9 | 2,2 | 2,1 | 2,9 | 2,7 | 2,2 | 2,2 | 2,0 | 2,4 |
| Taxa d'atur (% pobl. activa) | 22,1 | 19,6 | 17,7 | 16,3 | 18,9 | 18,6 | 18,7 | 17,9 | 17,0 | 17,0 |
| Índex de preus de consum | –0,5 | –0,2 | 2,2 | 1,5 | –0,2 | 1,0 | 2,8 | 2,3 | 2,3 | 1,7 |
| Costos laborals unitaris | 0,2 | –0,3 | 0,5 | 1,2 | –0,3 | –0,1 | –0,1 | 0,4 | 0,8 | 1,0 |
| Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1] | 1,4 | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 1,9 | 1,8 | 1,8 |
| Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1] | 2,0 | 2,4 | 2,4 | 2,2 | 2,4 | 2,4 | 2,6 | 2,5 | 2,4 | 2,4 |
| Saldo públic (acum., % PIB) [2] | –5,0 | –4,3 | –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 | –0,32 | –0,21 | –0,30 | –0,31 | –0,33 | –0,33 | –0,31 | –0,30 |
| Euríbor 12 mesos | 0,17 | –0,03 | –0,08 | 0,05 | –0,05 | –0,07 | –0,10 | –0,09 | –0,07 | –0,06 |
| Deute públic a 2 anys (Alemanya) | –0,24 | –0,58 | –0,70 | –0,29 | –0,64 | –0,71 | –0,78 | –0,78 | –0,66 | –0,58 |
| Deute públic a 10 anys (Alemanya) | 0,53 | 0,10 | 0,48 | 0,85 | –0,12 | 0,11 | 0,34 | 0,44 | 0,53 | 0,62 |
| **TIPUS DE CANVI** | | | | | | | | | | |
| $/€ | 1,11 | 1,11 | 1,03 | 1,04 | 1,12 | 1,08 | 1,05 | 1,03 | 1,02 | 1,02 |
| ¥/€ | 134,33 | 120,30 | 118,25 | 120,47 | 114,26 | 117,96 | 121,07 | 117,01 | 116,96 | 117,98 |
| £/€ | 0,73 | 0,82 | 0,89 | 0,88 | 0,85 | 0,87 | 0,86 | 0,89 | 0,90 | 0,90 |
| **PETROLI** | | | | | | | | | | |
| Brent ($/barril) | 53,61 | 45,63 | 56,10 | 61,71 | 47,49 | 51,96 | 55,20 | 54,83 | 56,50 | 58,00 |
| Brent (€/barril) | 48,30 | 41,28 | 54,29 | 59,13 | 42,55 | 48,25 | 51,79 | 53,11 | 55,39 | 56,86 |

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

Previsions

# CONJUNTURA · Un camí ascendent sembrat d'incertesa

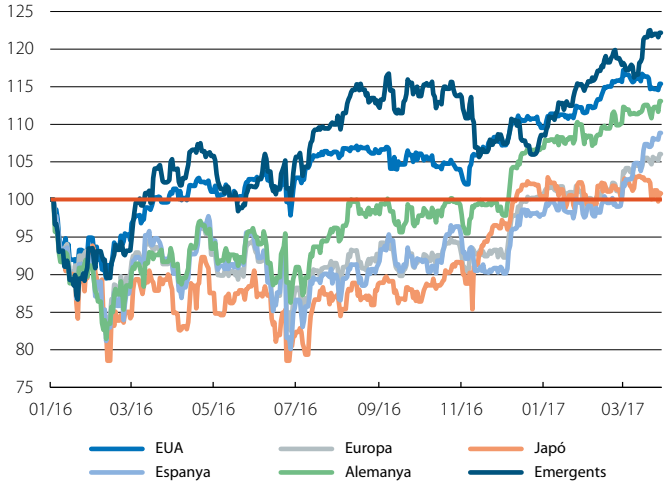
**Els mercats financers mantenen un to globalment constructiu.** Dues fases han caracteritzat l'evolució dels mercats financers en les últimes setmanes. L'inici del mes de març va estar marcat per un ressorgiment de l'aversió al risc que ja s'observava en els últims dies de febrer i que es va traduir en un replegament dels principals actius de risc, en particular els de renda variable emergent. La raó d'aquest replegament va ser el temor d'un enduriment de la política monetària nord-americana més agressiu del que s'havia anticipat, fomentat per la solidesa de diversos indicadors d'activitat dels EUA. No obstant això, en la segona part del mes, es van reprendre les compres als principals mercats d'actius de risc, amb el suport del to més conservador i equilibrat del missatge que va adoptar la Reserva Federal (Fed) en anunciar una nova pujada del tipus oficial.

**La volatilitat es manté en cotes relativament baixes malgrat el lleuger repunt observat en els últims dies del mes.** Si tenim en compte els diversos focus d'incertesa que continuen envoltant l'entorn financer global, aquest baix nivell d'aversió al risc és, no obstant això, una font de preocupació. D'una banda, hi ha un elevat nivell d'incertesa sobre les polítiques de l'Administració Trump (impuls fiscal, deriva proteccionista, etc.) i sobre el grau de suports que pot aconseguir. De l'altra, a Europa, les nombroses cites electorals continuen monopolitzant l'atenció dels inversors, i el nerviosisme es podria intensificar a mesura que s'acostin les eleccions franceses al maig. Així i tot, els comicis holandesos, la primera gran cita electoral europea, amb uns resultats favorables per a la formació d'un govern continuista, han contribuït a contenir el risc polític a la zona de l'euro. Finalment, el menor potencial alcista de les primeres matèries i, en particular, del preu del petroli es podria afegir a la llista de riscos per als mercats financers en els propers mesos.

**El BCE manté els paràmetres de la política monetària, però millora el mapa de riscos.** Tal com s'esperava, la reunió del març del Consell de Govern del banc central de la zona de l'euro es va saldar amb poques novetats. No va ser introduït cap canvi en la política monetària del BCE, que, d'acord amb els ajustos del programa de compra de bons anunciats al desembre, mantindrà la compra de 60.000 milions d'euros de bons mensuals entre l'abril i el desembre d'enguany. Així i tot, l'autoritat monetària va millorar el mapa de riscos a la baixa per la fermesa de la demanda domèstica de la zona de l'euro i pel menor risc de deflació. En aquest context, el BCE va revisar lleugerament a l'alça les previsions de creixement per a la zona de l'euro: l'1,8% el 2017 i l'1,7% el 2018 (+0,1 p. p. en tots dos casos). Pel que fa a la inflació, la institució va remarcar que els forts repunts de la inflació general observats en els últims mesos provenien de factors temporals (com el repunt del preu del petroli) i va posar l'accent de nou en la necessitat de veure una recuperació autosostinguda de la inflació subjacent per contemplar la possibilitat d'una inflexió en el to acomodatici de la institució.

### *Principals borses internacionals*

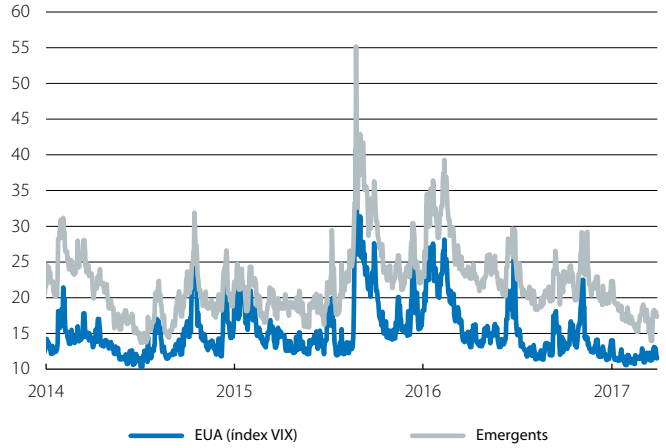
*Índex (100 = gener 2016)*




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

### *EUA i emergents: volatilitat implícita de la borsa*

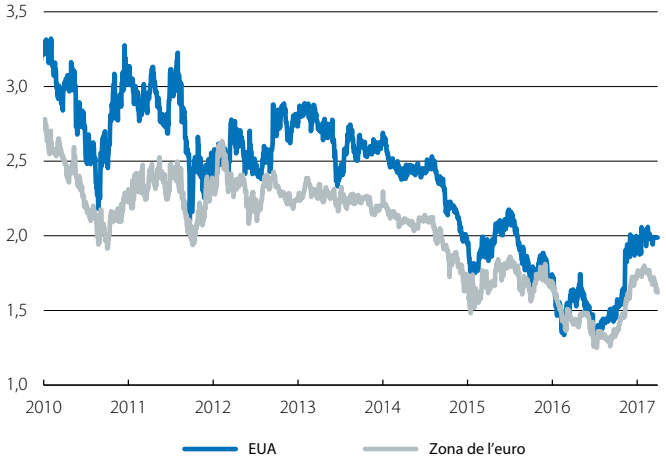
*(%)*




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

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

*(%)*




***Nota:*** ** Swaps d'inflació, expectatives a 5 anys d'aquí a 5 anys.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

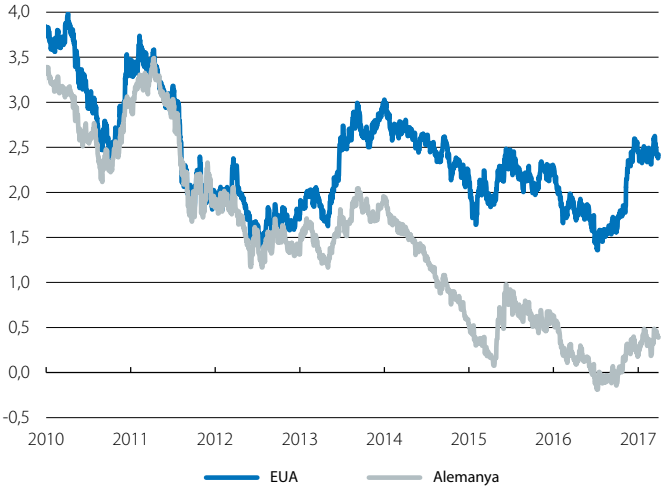
**La Fed anuncia una nova pujada del tipus oficial i manté el full de ruta d'increments graduals**. La Fed va augmentar el *fed funds* per segona vegada en tres mesos, fins a l'interval 0,75%-1,00%, tal com el mercat ho havia anticipat. No obstant això, l'autoritat monetària nord-americana va adoptar un to prudent i va mantenir sense canvis l'escenari de tipus previst, amb dues pujades addicionals enguany i tres més el 2018. Això obeeix al fet que, en l'actualitat, l'entitat no percep una intensificació dels riscos inflacionistes. En aquest sentit, Yellen va remarcar la disposició del banc central a tolerar desviacions temporals de la inflació per damunt de l'objectiu (el 2%). D'altra banda, en els propers mesos, el debat sobre quan la Fed començarà a reduir el balanç anirà guanyant força. En aquest sentit, contemplem que la institució monetària anuncií, en l'últim tram de l'any, el cessament de la reinversió de venciments de la cartera de bons. En aquest àmbit, una bona comunicació serà vital per evitar sobresalts als mercats, com els que van tenir lloc, per exemple, durant el *taper tantrum* del maig del 2013.

**La incertesa política agita els mercats de renda fixa sobirana, tant als EUA com a Europa**. Les rendibilitats del deute públic nord-americà van registrar moviments d'anada i tornada. Els tipus a curt termini van repuntar, com el del bo a dos anys, que va superar l'1,3% amb el suport de la pujada de tipus de la Fed, mentre que els tipus a llarg termini van fluctuar en l'interval prevalent des del començament de l'any (el 2,4%-2,6% per al bo a 10 anys). La incertesa sobre la política impositiva i pressupostària de l'Administració Trump i, més recentment, els missatges continuistes de la Fed van perllongar aquesta pauta. A la zona de l'euro, el calendari electoral va continuar marcant el moviment dels tipus sobirans, tot i que els esdeveniments recents van donar suport a una certa millora del sentiment inversor. En particular, la victòria del candidat de centredreta a les eleccions generals dels Països Baixos del 15 de març va tancar el primer dels nombrosos focus d'incertesa en l'agenda política europea d'enguany. Així mateix, la consolidació de la candidatura d'E. Macron a les eleccions presidencials franceses va contribuir a reduir les inquietuds generades per una possible victòria d'M. Le Pen, la candidata de l'extrema dreta. Així i tot, la incertesa política es mantindrà, i no es poden descartar del tot esdeveniments disruptius.

**Al mercat canviari, el creuament euro-dòlar flexiona lleugerament a l'alça**. Després d'acabar el mes de febrer a la baixa i apuntant cap a la zona dels 1,05 dòlars, l'euro va augmentar al començament de març i va acabar el mes a la zona dels 1,08. Les principals causes d'aquest moviment contrari van ser el to menys restrictiu del que s'esperava per part de la Fed i el missatge més equilibrat del BCE. En els últims dies del mes, l'euro va assolir màxims de l'any enfront del dòlar arran del fracàs de la llei sanitària de Trump, que va alimentar els dubtes sobre les capacitats reformistes de la nova Administració nord-americana. Així i tot, no introduïm canvis en les previsions, ja que pensem que es tracta d'un moviment temporal i que les dinàmiques divergents de política monetària no estan totalment recollides als mercats. Es tracta, però, d'un escenari amb un

### *Rendibilitats del deute públic a 10 anys*

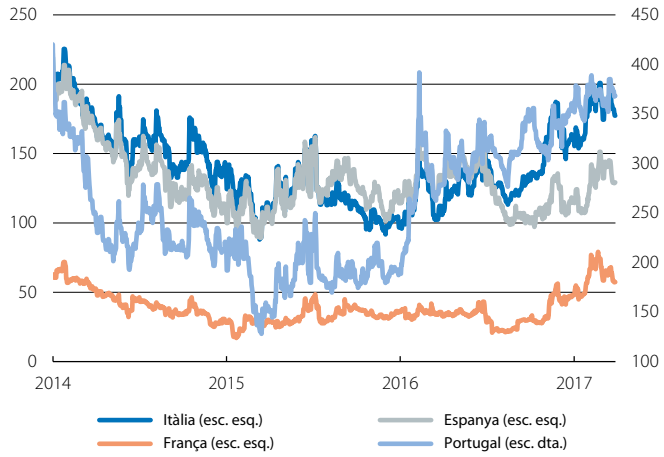
*(%)*




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

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

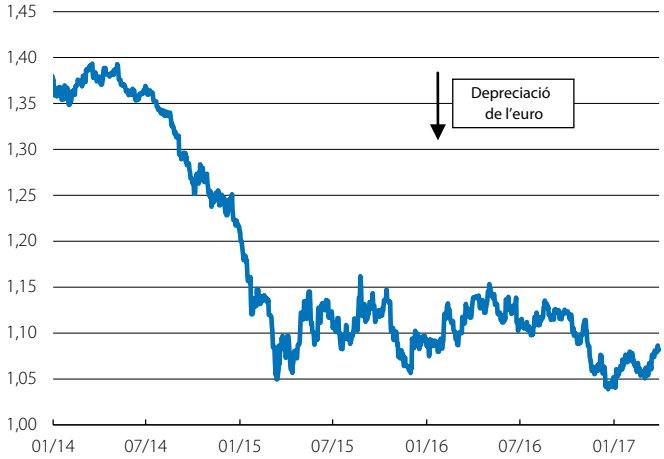
*(p. b.)* *(p. b.)*




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

### *Cotització de l'euro enfront del dòlar*

*(Dòlar-euro)*




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

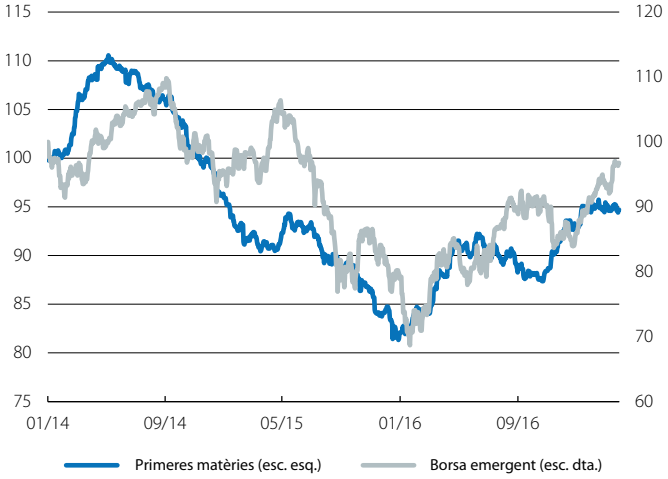
elevat nivell d'incertesa, en especial pels dubtes sobre l'impuls fiscal que pot escometre l'Administració Trump. Al bloc emergent, les principals divises van recuperar el to constructiu observat en els últims mesos després d'un període de feblesa al començament de març (pels temors d'una política més restrictiva als EUA). Així, l'índex global de divises emergents de J. P. Morgan va recuperar el nivell anterior a la victòria de Trump. Aquesta forta recuperació just després de la reunió de la Fed és un senyal positiu, que, pel que sembla, indica que els mercats financers emergents són capaços de suportar una pujada gradual del *fed funds*.

**Les borses emergents es mantenen a l'alça.** Ni la incertesa sobre les polítiques de Trump ni la feblesa renovada de les primeres matèries no van impedir que la majoria de les principals borses emergents tanquessin el mes de març en positiu. No obstant això, els actius de renda variable emergent es van mostrar més sensibles als canvis de perspectives de política monetària als EUA, amb caigudes notables al començament del mes, alimentades per les expectatives d'una Fed més restrictiva, i amb una forta recuperació després, amb el suport del missatge cautelós de la institució. Al bloc desenvolupat, les borses van mantenir un to constructiu, tot i que a un ritme més moderat que en els últims mesos. Aquest mes va destacar, en especial, el bon funcionament de la borsa espanyola, amb l'índex Ibex 35 instal·lat per damunt dels 10.000 punts, gràcies, sobretot, al sector bancari.

**Preu del petroli: noves caigudes i canvi en les previsions.** Després d'un inici d'any relativament estable, arran del fort rebot posterior a l'acord de l'OPEP, el preu del cru ha tornat a mostrar senyals de feblesa. Al març, el preu del barril Brent va registrar noves i intenses caigudes, va tornar a cotitzar just per damunt dels 50 dòlars i va trencar clarament la barrera dels 55 dòlars superada amb la retallada de producció acordada per l'OPEP. La volatilitat del petroli es mantindrà elevada a mitjà termini, però diversos factors fan pensar que la tendència a l'alça del preu serà inferior a la prevista amb anterioritat. Destaca un repunt de la producció de *shale* als EUA més sòlid del que s'havia previst inicialmente. Això suggereix que els guanys de productivitat del sector són notables i que és rendible amb preus inferiors als 60 dòlars. Així mateix, també va ser important l'augment de les existències als EUA, que van assolir un nou màxim històric al començament del mes de març. En aquest context, revisem a la baixa la via gradual de pujada del preu del barril Brent, que hauria d'assolir els 58,5 dòlars al final del 2017 (abans 62,6 dòlars) i els 64 dòlars al final del 2018 (abans 69 dòlars).

### Borsa emergent i primeres matèries

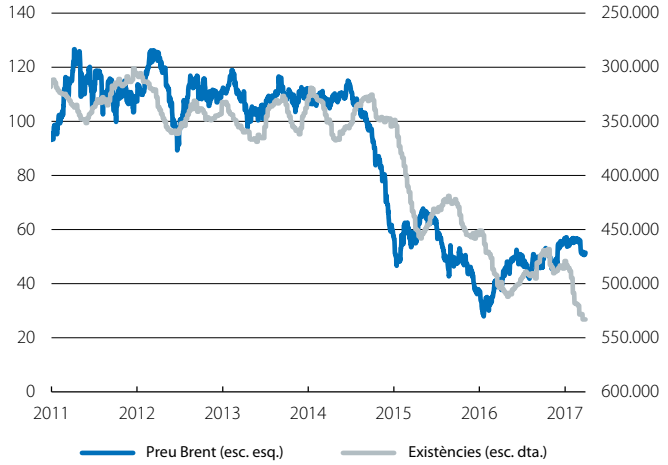
*Índex (100 = gener 2014)* *Índex (100 = gener 2014)*




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

### Preu i existències de cru als EUA *

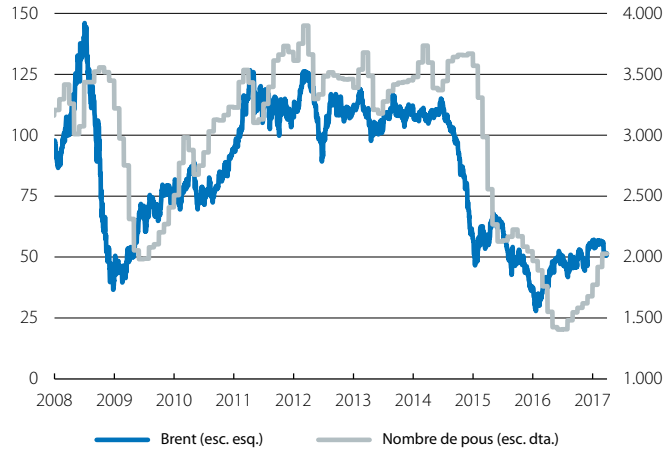
*(Dòlars per barril)* *(Milers de barrils, invertida)*




**Nota:** ** Excloses les reserves estratègiques.*
**Font:** *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

### Preu del petroli i pous actius

*(Dòlars per barril)* *(Nombre de pous actius)*




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

# FOCUS · El balanç de la Reserva Federal: un arma de doble tall?

Fins avui, la Reserva Federal (Fed) ha dut a terme la normalització de les condicions monetàries mitjançant la gestió dels tipus d'interès oficials. En conseqüència, el focus d'atenció principal de la comunitat financera en relació amb l'estratègia de política monetària de la Fed s'ha situat sobre la parcel·la relativa als tipus. En canvi, la gestió del balanç, la segona gran eina de política monetària de la qual disposa l'entitat, s'ha mantingut en un discret segon pla. No obstant això, aquesta circumstància podria canviar aviat.

Fins ara, les referències que ha proporcionat el banc central han estat escasses. D'una banda, l'autoritat monetària va establir, en els anomenats principis de normalització monetària del setembre del 2014, que la reducció del balanç s'implementaria mitjançant el cessament (parcial o total) de la reinversió de venciments. De l'altra, des del desembre del 2015, els comunicats del FOMC han precisat que això no es duria a terme «fins que la normalització del tipus rector (*fed funds*) no se situï en una fase avançada». Malgrat l'ambigüitat d'aquesta màxima, el consens del mercat situa aquest llindar al voltant de l'1,50%. Aquest llindar s'assoliria en el 1T 2018, segons els futurs del *fed funds*, i en el 4T 2017, segons CaixaBank Research. Per tant, no sorprendria que la Fed anunciés, en l'últim tram de l'any, el final de la reinversió de venciments.

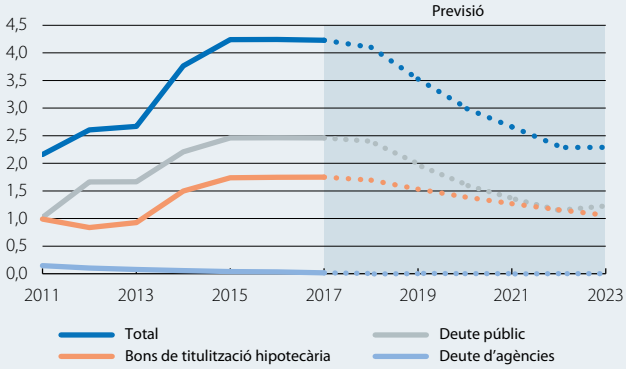
Menys certesa hi ha, si fos possible, sobre la tònica de reducció prevista i sobre el nivell d'arribada del balanç. En aquest sentit, l'exercici de projecció realitzat per la Fed de Nova York, una de les poques referències oficials disponibles, destaca dos aspectes rellevants: la gradualitat del procés de normalització del balanç, que finalitzaria el 2022, i la dimensió que prevaldria llavors, al voltant dels 2,3 bilions de dòlars.

Malgrat les múltiples incerteses que envolten aquesta qüestió, hi ha raons de pes perquè l'entitat iniciï la normalització del seu balanç. Primer, la constatació que el crèdit flueix amb normalitat des de fa anys. Això fa que ja no sigui necessària una intervenció tan directa amb la compra de títols de deute. Segon, la millora de les condicions macroeconòmiques, i l'augment de la inflació en particular, fa necessària una normalització monetària gradual, la qual passa, en part, per un augment dels tipus d'interès a llarg termini. En canvi, un dels elements que perseguia la implementació del QE era la disminució d'aquests tipus quan el *fed funds* va assolir la *zero lower bound*. En definitiva, la plena normalització monetària requereix un entorn en què les forces de mercat tornin a tenir un paper protagonista en la fixació dels tipus d'interès, i la menor presència de la Fed als mercats de deute és clau.

No obstant això, la gestió del balanç també comporta riscos, no tant per la complexitat operativa com per la dificultat comunicativa. En efecte, els anuncis relatius a les actuacions presents o futures en matèria de balanç, expansives o contractives, poden originar fluctuacions brusques i desestabilitzar alguns mercats d'actius. En concret, els agents del mercat de bons poden inferir de forma incorrecta o esbiaixada canvis en la política de tipus del banc central si la comunicació no és prou clara i concisa. El que va succeir a la primavera del 2013 és un exemple clar del funcionament d'aquest mecanisme de transmissió de la política monetària no convencional, també conegut com *signaling effect*.[1] El preanunci del *tapering* per part de B. S. Bernanke, llavors president de la Fed, va desencadenar intensos repunts dels tipus a llarg termini nord-americans i fortes turbulències als mercats emergents. En aquesta ocasió, la Fed extremarà la cautela per evitar que es repeteixi un episodi de característiques similars a les del 2013. Per aquest motiu, sembla necessari que la institució doni a conèixer de forma precisa els aspectes clau del cessament de la reinversió de venciments des del mateix moment del seu anunci. És a dir, l'abast d'aquest procés (parcial o sobre la totalitat dels bons), el seu ritme o gradualitat (cessament en una o en més etapes) i, idealment, la dimensió del balanç que el banc central pretén aconseguir.

### EUA: projeccions de la cartera d'actius de la Fed *

*(Bilions de dòlars)*




***Nota:*** ** Projeccions de la Reserva Federal de Nova York. L'exercici assumeix que la reinversió (total o parcial) de venciments s'allargarà fins al març del 2018.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

1. Per a una explicació didàctica dels diferents mecanismes de transmissió de la política monetària no convencional, vegeu Bernanke, B. S. (2012), «Monetary Policy since the Onset of the Crisis».

# FOCUS · Corba de tipus, expectatives de creixement i probabilitat de recessió

Des de l'elecció de Donald Trump, la incertesa sobre el rumb que prendrà l'economia nord-americana ha augmentat notablement. D'una banda, la política fiscal expansiva que ha promès dur a terme el nou president o la menor regulació d'alguns sectors han alimentat una visió més optimista de les perspectives de creixement. No obstant això, hi ha diversos factors que continuen obligant a mantenir, com a mínim, un to molt caut. Entre aquests factors, per exemple, cal esmentar una taxa d'atur que se situa ja a prop del mínim històric i que, per tant, sembla que té poc recorregut, un augment del proteccionisme o el delicat procés de normalització monetària que s'espera que la Fed dugui a terme en els propers trimestres.

Un indicador que se sol utilitzar per valorar la posició cíclica de l'economia nord-americana és el que construeix la Fed de Nova York a partir del pendent de la corba de tipus d'interès dels bons sobirans nord-americans. Els tipus d'interès a curt termini estan influïts per la política monetària que du a terme la Reserva Federal. En canvi, els tipus d'interès a llarg termini reflecteixen, principalment, les expectatives sobre l'evolució futura dels tipus a curt termini. Així, quan la diferència entre els tipus a llarg i els tipus a curt és elevada, sol coincidir amb moments en què els inversors esperen una acceleració del creixement i de la inflació. El contrari succeeix quan la diferència entre els tipus a llarg i els tipus a curt és petita o, fins i tot, negativa.

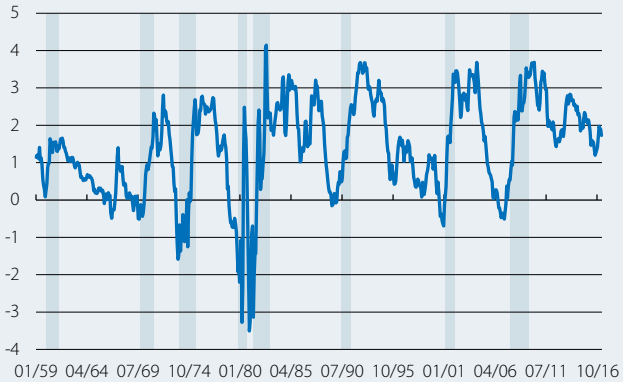
Utilitzant el diferencial de tipus d'interès a 10 anys en relació amb el tipus a tres mesos, la Fed de Nova York ha estimat la probabilitat que es produeixi una recessió als EUA en els 12 propers mesos. Com es pot observar als gràfics adjunts, les vuit recessions que s'han produït als EUA des del 1960 han anat acompanyades d'una reducció del diferencial entre els tipus a llarg i els tipus a curt, un patró que recull el model estimat per la Fed. No obstant això, també és cert que, en alguna ocasió, s'ha donat el cas que el pendent de la corba s'ha reduït i, finalment, no s'ha produït una recessió, com el 1967 i el 1999, malgrat que, en aquest últim cas, la recessió va acabar succeint el 2001.

Aplicats a la situació actual, les perspectives que ofereixen el pendent de la corba de tipus d'interès i el model de la Fed de Nova York són relativament optimistes. El diferencial de tipus d'interès se situa, actualment, al voltant dels 1,70 p. p., 0,3 p. p. per damunt de la mitjana històrica. En aquest context, no sorprèn que la probabilitat de recessió que ofereix el model de la Fed de Nova York sigui relativament baixa, en concret del 5,2%.

No obstant això, en els propers trimestres, caldrà seguir de prop l'indicador de la Fed de Nova York. Els membres del FOMC tenen previst mantenir el procés de normalització monetària segons les seves previsions, amb un augment d'1,25 p. p. del *fed funds* fins al desembre del 2018. Per tant, previsiblement, el tram curt de la corba s'orientarà a l'alça. En aquest escenari, la resposta dels tipus a llarg termini ens donarà informació valuosa sobre les condicions de fons de l'economia nord-americana.

### *EUA: diferencial dels tipus d'interès del deute públic a 10 anys i a 3 mesos*

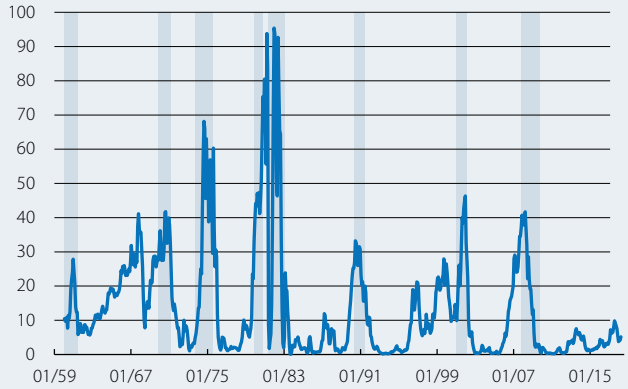
*(%)*




***Nota:*** *Les àrees ombrejades denoten les recessions.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

### *EUA: probabilitat de recessió predita pel diferencial de tipus d'interès*

*(%)*




***Nota:*** *Les àrees ombrejades denoten les recessions.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Nova York.*

# PRINCIPALS INDICADORS

## *Tipus d'interès (%)*

| | 31-mar | 28-feb | 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 | 0,0 |
| Euríbor 3 mesos | **–0,33** | –0,33 | 0 | –1,0 | –8,7 |
| Euríbor 12 mesos | **–0,11** | –0,11 | 0 | –2,8 | –10,4 |
| Deute públic a 1 any (Alemanya) | **–0,72** | –0,88 | 16 | 8,1 | –24,9 |
| Deute públic a 2 anys (Alemanya) | **–0,74** | –0,90 | 16 | 2,6 | –24,1 |
| Deute públic a 10 anys (Alemanya) | **0,33** | 0,21 | 12 | 12,2 | 19,3 |
| Deute públic a 10 anys (Espanya) | **1,67** | 1,66 | 1 | 28,6 | 22,9 |
| Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1] | **134** | 145 | –11 | 16,3 | 3,6 |
| **EUA** | | | | | |
| Fed funds (límit superior) | **1,00** | 0,75 | 25 | 25,0 | 50,0 |
| Líbor 3 mesos | **1,15** | 1,06 | 9 | 15,2 | 51,9 |
| Líbor 12 mesos | **1,80** | 1,76 | 4 | 11,4 | 56,1 |
| Deute públic a 1 any | **1,02** | 0,82 | 20 | 20,9 | 44,0 |
| Deute públic a 2 anys | **1,25** | 1,26 | –1 | 6,2 | 46,6 |
| Deute públic a 10 anys | **2,39** | 2,39 | 0 | –5,4 | 58,7 |

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

| | 31-mar | 28-feb | Variació mensual (p. b.) | Variació acum. el 2017 (p. b.) | Variació interanual (p. b.) |
|---|---|---|---|---|---|
| Itraxx Corporatiu | **74** | 73 | 1 | 1,7 | –2,0 |
| Itraxx Financer Sènior | **89** | 92 | –3 | –4,7 | –6,2 |
| Itraxx Financer Subordinat | **193** | 211 | –19 | –28,7 | –17,1 |

## *Tipus de canvi*

| | 31-mar | 28-feb | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2017 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| $/€ | **1,065** | 1,058 | 0,7 | 1,3 | –5,7 |
| ¥/€ | **118,670** | 119,270 | –0,5 | –3,5 | –6,7 |
| £/€ | **0,849** | 0,854 | –0,7 | –0,6 | 8,1 |
| ¥/$ | **111,390** | 112,770 | –1,2 | –4,8 | –1,2 |

## *Primeres matèries*

| | 31-mar | 28-feb | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2017 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| Índex CRB de primeres matèries | **431,0** | 432,6 | –0,4 | 1,9 | 7,2 |
| Brent ($/barril) | **52,8** | 55,6 | –5,0 | –7,0 | 35,0 |
| Or ($/unça) | **1.249,4** | 1.248,3 | 0,1 | 8,4 | 0,6 |

## *Renda variable*

| | 31-mar | 28-feb | Variació mensual (%) | Variació acum. el 2017 (%) | Variació interanual (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| S&P 500 (EUA) | **2.362,7** | 2.363,6 | 0,0 | 5,5 | 15,0 |
| Eurostoxx 50 (zona de l'euro) | **3.500,9** | 3.319,6 | 5,5 | 6,4 | 16,5 |
| Ibex 35 (Espanya) | **10.462,9** | 9.555,5 | 9,5 | 11,9 | 18,8 |
| Nikkei 225 (Japó) | **18.909,3** | 19.119,0 | –1,1 | –0,7 | 10,6 |
| MSCI emergents | **958,4** | 936,4 | 2,3 | 11,1 | 17,6 |
| Nasdaq (EUA) | **5.911,7** | 5.825,4 | 1,5 | 9,8 | 22,0 |

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

# CONJUNTURA · L'activitat econòmica millorarà el 2017

**L'economia mundial accelerarà el ritme d'avanç el 2017**. El creixement del PIB se situarà en el 3,4% el 2017, lleugerament per damunt del 3,1% del 2016, per la millora tant de les economies avançades com de les emergents. Diferents elements donen suport a aquesta dinàmica, entre els quals destaca una política monetària encara acomodatícia als països avançats, malgrat el procés de normalització iniciat per la Fed nord-americana, que va comportar una nova pujada de tipus en la passada reunió del març. La recuperació moderada del preu del petroli és un altre factor que s'afegeix a l'optimisme de cara al 2017, ja que aquesta recuperació afavorirà els països exportadors sense perjudicar en excés els importadors, ja que serà un augment molt gradual. Així i tot, la feblesa mostrada per la cotització del cru en les últimes setmanes, davant el dinamisme de la producció no convencional (*shale*), suggereix riscos a la baixa sobre aquest escenari.

**La incertesa continua sent elevada**. Hi destaquen els riscos de caràcter polític a un costat i a l'altre de l'Atlàntic. En aquest sentit, als Països Baixos, la victòria de l'actual primer ministre, Mark Rutte, enfront del candidat populista d'extrema dreta, Geert Wilders, va ajudar a moderar la incertesa a Europa. Als EUA, l'Administració Trump va haver de retirar la proposta de derogar una part de l'Obamacare, per falta de suports a les seves pròpies files. A nivell més global, el G-20 no va ser capaç d'aconseguir una declaració consensuada a favor del lliure comerç i en contra del proteccionisme.

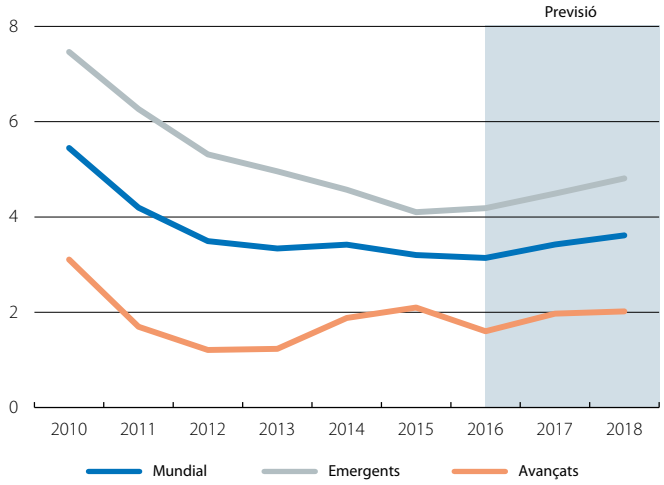
## ESTATS UNITS

**Els indicadors de sentiment i d'activitat econòmica continuen mostrant avanços considerables**, tot i que els primers més que els segons. Al març, l'índex de confiança del consumidor elaborat pel Conference Board va augmentar fins als 125,6 punts i va assolir el màxim dels 16 últims anys. Així mateix, l'índex de sentiment empresarial (ISM) de manufactures va arribar als 57,7 punts (màxim dels dos últims anys), i el seu homòleg de serveis es va situar en els 57,6 punts, en una còmoda zona expansiva (per damunt del límit dels 50 punts). Per la seva banda, els indicadors d'activitat també van continuar exhibint avanços, en general, significatius, tot i que menys dinàmics que els de sentiment. Així, al febrer, les vendes al detall i la despesa en consum de les llars (en termes reals) van créixer, però menys que en els mesos anteriors. Per la seva banda, l'índex de producció industrial es va mantenir pla en relació amb el mes anterior.

**La Fed, avalada per la tendència a l'alça de la inflació i per un mercat laboral que mostra la maduresa del cicle econòmic, apuja el tipus d'interès**. En la reunió del març, la Fed va decidir incrementar el tipus d'interès de referència en 25 p. b., fins a l'interval 0,75%-1,00%, atesa la confiança que la institució té en l'economia dels EUA. En l'àmbit laboral, al febrer, es van crear 235.000 llocs de treball, un registre substancial si tenim en compte la proximitat de l'economia nord-americana a la plena ocupació. La taxa d'atur es va mantenir gairebé estable, en el

### PIB mundial

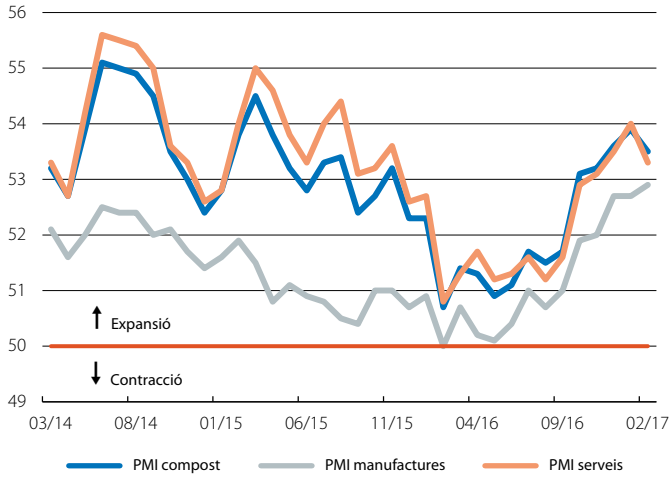
*Variació anual (%)*




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

### Indicadors d'activitat mundial

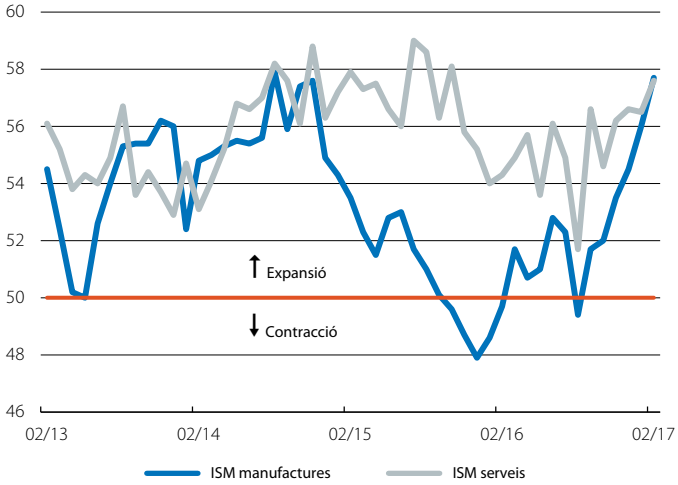
*Nivell*




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

### EUA: indicadors d'activitat

*Nivell*



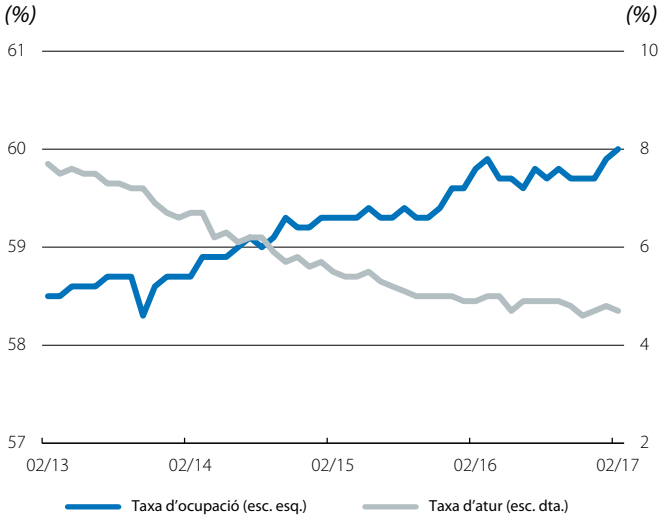

***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'ISM.*

4,7%, i els salaris van avançar un significatiu 2,8% interanual. Per la seva banda, la inflació va continuar pujant, fins a situar-se en el 2,7%, 2 dècimes per damunt del registre del gener. La inflació subjacent (sense aliments ni energia) es va situar en el 2,2%, 1 dècima menys que al gener. En la mateixa línia, la variació interanual de l'índex de preus subjacent de la despesa en consum personal, que és l'índex de preus de referència de la Fed, es va situar en l'1,7% al gener i va igualar el registre del mes anterior. Sens dubte, l'augment continuat de la inflació general i l'estabilització de la subjacent al voltant del 2% donen suport a la nova pujada de tipus. Una pujada que, malgrat tot, no marca cap canvi de to en el discurs de la Fed, que continua contemplant dues pujades addicionals enguany i tres el 2018 (tal com ja preveia al final del 2016 i en línia amb l'escenari de CaixaBank Research). Un escenari de normalització molt gradual, atès que, en els quatre últims cicles de pujades, el tipus oficial va experimentar, de mitjana, augments propers a 1,7 p. p. a l'any (vegeu el Focus «Pujada del tipus oficial als EUA: aquesta vegada és diferent», en l'IM12/2015).

**Elevada incertesa al voltant del PIB del 1T 2017**. Després de sis anys d'expansió, l'economia nord-americana presenta unes taxes de creixement significatives, al voltant del 2%, que es basen en la solidesa del consum privat, en la bona marxa del sector immobiliari i en la millora de la inversió empresarial. Així mateix, l'escenari de CaixaBank Research preveu que la política fiscal serà un altre element que donarà suport al creixement econòmic en el tram final del 2017 i al llarg del 2018. No obstant això, a curt termini, no es pot descartar que el PIB del 1T sigui una mica inferior al previst. Malgrat que el *momentum* que mostren els indicadors de sentiment i d'activitat econòmics és bo, cal recordar que el BEA (l'oficina estadística nord-americana que elabora les dades de comptabilitat del país) tendeix a subestimar l'avanç del PIB del 1T i a sobreestimar el de la resta de trimestres en corregir pels efectes estacionals. Es tracta d'un problema conegut, però el BEA no va aconseguir corregir-lo en la revisió anual de la sèrie històrica que va realitzar l'estiu passat, de manera que no seria estrany un avanç del PIB entre 1 p. p. i 1,5 p. p. per sota del previst (en termes intertrimestrals anualitzats). En aquest sentit, el model de previsió de la Reserva Federal d'Atlanta, el GDPNow, que s'ha caracteritzat per anticipar aquests alentiments sobtats, estima un creixement de l'1,0% intertrimestral anualitzat, molt per sota del 2,8% de mitjana del 3T-4T 2016 i del 2,1% previst per CaixaBank Research per al 1T 2017.

**Els riscos en el quadre macroeconòmic continuen sent elevats**. A mitjà termini, la incertesa sobre les polítiques de l'Administració Trump i el grau de suport que puguin rebre del Congrés són un risc per a les perspectives econòmiques dels EUA. Un risc que pot ser a la baixa o a l'alça, ja que l'agenda del nou president incorpora elements tant positius com negatius per al creixement nord-americà. En negatiu, trobem una deriva proteccionista o la deportació massiva d'immigrants. En positiu, tenim la promesa d'un impuls fiscal important, que, a més d'abaixar els tipus impositius, podria incloure un augment important de la despesa en infraestructures (vegeu l'article «EUA: invertir o no invertir, aquesta és la qüestió», en l'IM03/2017). Així i tot, en l'àmbit fiscal, la primera proposta pressupostària per a l'any fiscal 2018 presentada per la nova Administració ha

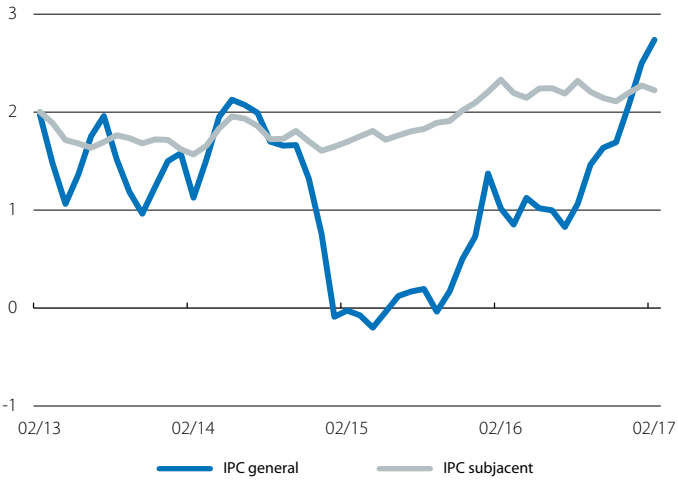
## EUA: mercat laboral




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

## EUA: IPC

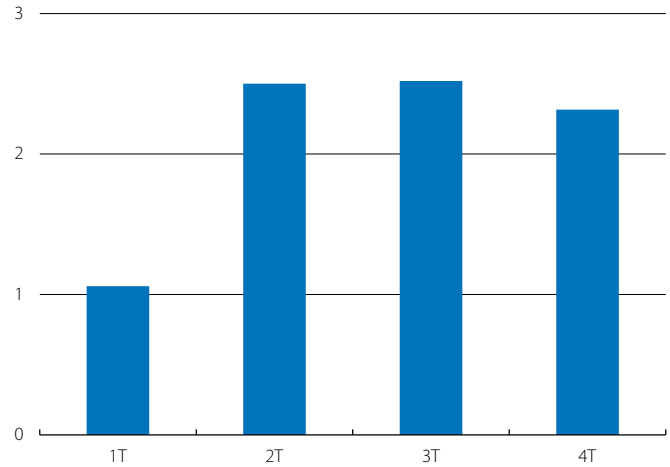
*Variació interanual (%)*




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

## EUA: avanç mitjà del PIB per trimestres

*Variació intertrimestral anualitzada (%)*




***Nota:*** *Creixement intertrimestral mitjà del 1T, 2T, 3T i 4T per al període 1T 2010-4T 2016.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BEA.*

estat poc ambiciosa i molt incompleta, de manera que hi ha riscos a la baixa sobre el suport fiscal previst per al final del 2017 i al llarg del 2018.

## EMERGENTS

**En el pla emergent, l'activitat continua sòlida al començament del 2017**. Així ho mostra l'indicador d'activitat agregat per al conjunt de les economies emergents elaborat per l'IIF, que, al febrer, va continuar augmentant des de nivells ja elevats. Aquest increment es va basar en la millora generalitzada de la producció industrial i en la recuperació del comerç internacional de manufactures en aquestes economies. En aquest context, es van mantenir les entrades de capitals estrangers després del fort episodi de sortides posterior a la victòria de Trump. En particular, segons les estimacions diàries de fluxos de cartera de l'IIF, durant la setmana posterior a la nova pujada de tipus de la Fed, els emergents van rebre el major flux d'entrades de capitals des del setembre del 2013. Sens dubte, la reiteració per part de la Fed que el procés de pujades serà molt gradual va ser un alleujament per a aquests fluxos.

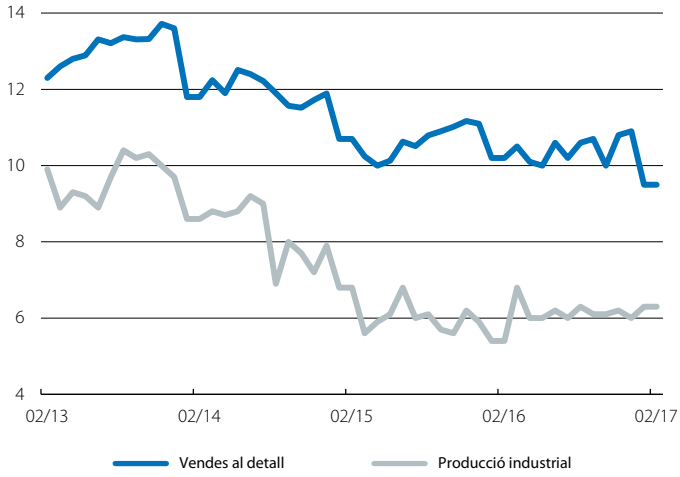
**La Xina fixa en el 6,5% l'objectiu de creixement i confirma l'escenari de *soft landing***. L'Executiu del primer emergent mundial va anunciar a l'Assemblea Nacional Popular del març un objectiu de creixement del 6,5% per al 2017, lleugerament per sota del 6,7% del 2016 i en línia amb un escenari d'«aterratge suau». Cal recordar que el gegant asiàtic es troba immers en un canvi de model productiu, que promou el consum domèstic i els serveis enfront dels components inversor-exportadors i de les manufactures. Un canvi que comporta una nova trajectòria de creixement més lenta, però més equilibrada. I, malgrat que es preveu que la transició d'un paradigma a un altre serà suau, es desenvolupa en un entorn amb importants desequilibris (nivell de deute elevat, sobrecapacitat en alguns sectors i alt grau d'intervenció pública), de manera que els riscos es mantenen molt elevats.

**Al Brasil, la sortida de la recessió es demora**. En el 4T 2016, el PIB va sorprendre amb un descens del 0,9% intertrimestral (el –2,5% interanual), superior al previst. La dada va reiterar les dificultats del país per superar la recessió, en particular a causa de la feblesa persistent del consum privat, que suma vuit trimestres amb una taxa de variació intertrimestral negativa. En el còmput anual del 2016, el PIB va caure el 3,6%. Atesa la feblesa de l'economia, la previsió de creixement del PIB del 2017 elaborada per CaixaBank Research es rebaixa del 0,9% al 0,7%. En positiu, la inflació va baixar de forma considerable davant l'efecte antiinflacionista de l'apreciació del real.

**Turquia acaba amb un creixement sorprenentment robust**. En el 4T 2016, el PIB va avançar el 3,5% interanual, molt per damunt del que s'havia previst. L'acceleració de la demanda interna explica la inesperada recuperació de l'economia turca (en el 3T, el PIB havia caigut l'1,3% interanual). Malgrat aquest bon final del 2016, el creixement anual del qual va ser del 2,9%, s'espera que l'activitat perdi un cert impuls el 2017, a causa de la incertesa política (el 16 d'abril se celebra el referèndum per validar la nova constitució, que modificarà notablement el marc institucional turc), de les vulnerabilitats exteriors del país i de la inflació elevada.

### *Xina: indicadors d'activitat*

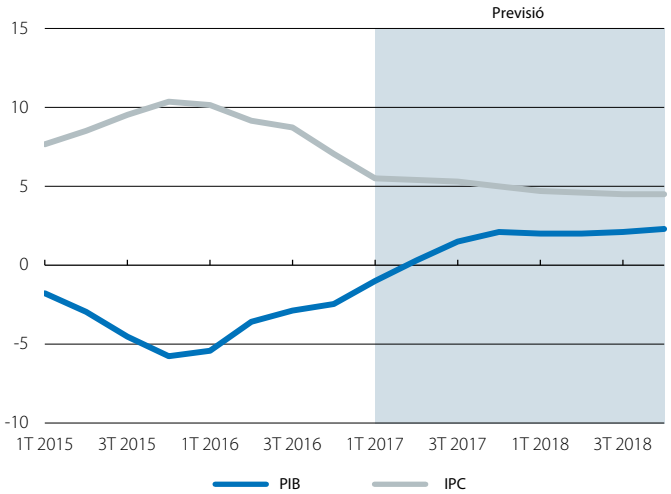
*Variació interanual (%)*




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

### *Brasil: PIB i IPC*

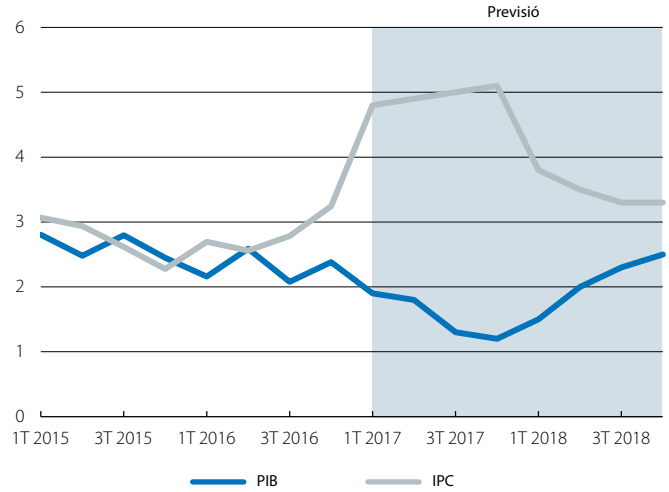
*Variació interanual (%)*




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

### *Mèxic: PIB i IPC*

*Variació interanual (%)*




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

# FOCUS · *Quo vadis*, Turquia?

Sembla que Turquia perd el favor dels inversors. Des de l'intent de cop d'Estat del juliol del 2016, la lira s'ha depreciat el 21% en relació amb el dòlar. Entre les divises emergents, aquesta és, amb escreix, l'evolució més negativa. Després del cop d'Estat fracassat, la qualificació creditícia turca va ser revisada a la baixa i, al gener, va perdre el grau d'inversió per part de l'única agència, Fitch, que encara no el considerava «inversió especulativa». En aquest context, la diferència entre la rendibilitat del bo sobirà turc a 10 anys i la del seu equivalent nord-americà (la prima de risc) va assolir, al juliol, la zona dels 800 p. b., on s'ha mantingut de llavors ençà.

Sembla que els dubtes sobre la deriva política recent de Turquia són el detonant de totes aquestes dinàmiques. Fins avui, el país disposa d'un marc institucional millor que el de molts emergents, però els últims esdeveniments sembren dubtes sobre si això continuarà sent així. En aquest context, adquireix una importància especial el resultat del referèndum del 16 d'abril, en què es demanarà a la ciutadania que confirmi un canvi important en la Constitució. Si, com es preveu, l'electorat el ratifica, Turquia disposarà d'un règim institucional en què els poders executius del president es veuran notablement reforçats, la qual cosa obre interrogants sobre fins a quin punt es deterioraran els equilibris, fins avui ben afinats, entre els poders executiu, legislatiu i judicial.

Però no solament la dimensió política genera interrogants. Turquia ha experimentat una etapa de fort creixement des de la sortida de la Gran Recessió. Així, entre el 2010 i el 2016, el creixement anual mitjà s'ha situat en el 6,7%. Però aquest dinamisme ha estat acompanyat de dos desequilibris importants: una inflació elevada (el 8,0% el 2010-2016) i un ampli dèficit per compte corrent (el –6,3% del PIB, en aquest mateix període), que, al seu torn, ha generat un increment preocupant del deute extern (augment de 12 p. p. del PIB entre el 2010 i el 2016, fins al 48,5%). Les empreses turques han aprofitat les favorables condicions financeres internacionals en els últims anys, de manera que el deute corporatiu (exclosa la banca) en divises estrangeres va escalar fins al 32,3% del PIB en el 3T 2016 (dues terceres parts en dòlars i la resta en euros), el doble que fa 10 anys. Això representa un flanc feble si el dòlar i l'euro, com s'espera, es continuen apreciant enfront de la lira. I no cal esperar una excessiva combativitat per part del Banc Central de Turquia per defensar la seva divisa, ja que les seves reserves internacionals són limitades (no arriben a cobrir el deute extern a curt termini).

Es tracta d'un patró històricament habitual al país, que, a mesura que accelera el ritme d'activitat, intensifica la dependència del finançament exterior i acumula tensions inflacionistes. A més a més, en els últims anys, això s'ha vist afavorit per una política monetària excessivament laxa: Turquia no ha tingut un tipus de referència real positiu des del 2009. Massa corda monetària per a una economia que, com s'ha dit, ha crescut folgadament fins al 2016. En aquest context, cal remarcar que els comptes públics han estat, potser, dels pocs àmbits que han destacat positivament.

Turquia, per tant, presenta múltiples fronts oberts. Un aspecte que condicionarà l'evolució macroeconòmica prevista és la inflació, que continuarà sent elevada (el 7,9%), a causa de l'efecte combinat de la forta depreciació de la lira i de l'alça dels preus de les primeres matèries. En aquest context, s'espera que el banc central es mostri més bel·ligerant que en anys precedents: segons el consens dels analistes de Bloomberg, el tipus de referència es podria situar, al final d'enguany, en el 8,75%, 75 p. b. per damunt del nivell actual. Així i tot, atesa la laxitud monetària dels anys anteriors, cal considerar amb cautela aquestes prediccions. L'erosió de la capacitat de despesa derivada de l'alta inflació llastarà el consum privat, la qual cosa, juntament amb la previsible atonia de la inversió, impedirà un creixement elevat el 2017 (el 2,7%, una mica menys que el 2,9% del 2016). Finalment, el dèficit corrent es mantindrà, també, en nivells elevats (el 5,6% del PIB). En aquest context, l'IIF estima que les necessitats de finançament brutes de Turquia assoliran el 28% del PIB enguany (el 2016 van ser del 22%). Un repte exigent en un context financer internacional més restrictiu que en el passat. Tot això farà, probablement, que Turquia continuï sent un dels «emergents fràgils».

### *Turquia: principals indicadors macroeconòmics*

| | 2009-2013 | 2014 | 2015 | 2016 (e) | 2017 (p) | 2018 (p) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Creixement del PIB real (%) | 5,6 | 5,2 | 6,1 | 2,9 | 2,7 | 3,0 |
| Inflació IPC (%) | 7,5 | 8,9 | 7,7 | 7,8 | 7,9 | 6,8 |
| Saldo compte corrent (% del PIB) | –6,3 | –5,5 | –4,5 | –4,4 | –5,6 | –5,6 |
| Saldo fiscal (% del PIB) | –2,0 | 0,1 | 1,3 | –0,9 | –1,7 | –1,4 |
| Deute públic (% del PIB) | 36,9 | 28,6 | 27,5 | 26,4 | 26,0 | 25,8 |

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

# FOCUS · Comerç internacional i cadenes de valor global a la baixa?

L'alentiment del comerç mundial dels últims anys és un fenomen que hem anat tractant de forma recurrent en aquestes pàgines. Hem analitzat, per exemple, la pobra evolució de la inversió als països avançats, el canvi de patró de la Xina, l'aturada en el procés liberalitzador del comerç i l'augment del proteccionisme com a elements importants en la desacceleració del comerç mundial.[1] En el present Focus, centrem l'atenció en l'alentiment de la formació de les cadenes de valor globals (CVG) com un esdeveniment destacat en el canvi de patró del comerç.[2]

Entre les acaballes dels anys vuitanta i el començament dels 2000, tres factors van empènyer la proliferació de les CVG. En primer lloc, la disminució dels costos de transport, sobretot l'aeri, a conseqüència dels avanços tecnològics del sector. En segon lloc, el fort moviment liberalitzador, que va facilitar, entre altres coses, importants rebaixes en els aranzels (de valors per damunt del 30% a nivells per sota del 3% per a la mitjana mundial). Finalment, també van ser claus els avanços en la tecnologia de la informació i en la comunicació, ja que van comportar una disminució dràstica dels costos de coordinació de les múltiples fases del procés de producció als diferents països.

L'auge de les CVG va comportar un fort augment dels fluxos comercials, que van mantenir un ritme de creixement molt superior al del PIB (vegeu el gràfic). El motiu és que els béns i els serveis van passar a creuar les fronteres en nombroses ocasions durant el procés de producció (vegeu la figura).

No obstant això, en els últims anys, s'ha produït una desacceleració en el ritme de creació de cadenes globals (alguns analistes parlen, fins i tot, de reversió), i s'estima que el seu efecte sobre l'alentiment del comerç global és significatiu. En particular, diferents estudis li atribueixen entre el 25% i el 50% de la desacceleració del comerç.[3] El cas de la Xina ho exemplifica molt bé: el país asiàtic continua sent el primer exportador mundial de manufactures, però les seves exportacions han passat d'utilitzar el 60% d'inputs importats cap a la meitat dels noranta al 35% en l'actualitat. Els béns xinesos exportats, per tant, estan ara una mica menys integrats en les CVG.

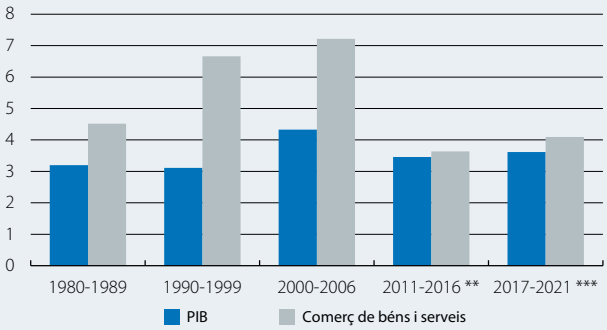
Aquest menor ritme de creació de CVG és conseqüència, sobretot, d'un menor ritme en la disminució dels costos comercials (arran d'una moderació en el procés de liberalització comercial, per exemple), d'una simple maduració del procés de formació de les CVG i d'un canvi de composició en l'activitat econòmica mundial.

Pel que fa a l'efecte composició, cal destacar la rellevància ascendent dels serveis en l'activitat econòmica mundial. A tall il·lustratiu, els BRIC han passat de representar una mitjana del 40% del PIB el 1990 al 60%. Els serveis solen ser menys comercialitzables, i els que ho són tenen una fragmentació de la cadena de producció molt menor que la de les manufactures. Així, fortes taxes d'avanç en aquests sectors comporten menors ritmes de creixement en els fluxos comercials i en la formació de CVG.

En definitiva, en la mesura que les CVG han esgotat el fort recorregut a l'alça, la recuperació del comerç internacional es veurà limitada. En aquest sentit, alguns experts argumenten que, de fet, les taxes d'avanç dels fluxos comercials d'antany (del 7%) formen part d'un període excepcional i que l'entorn actual és simplement el d'un retorn als temps «normals».

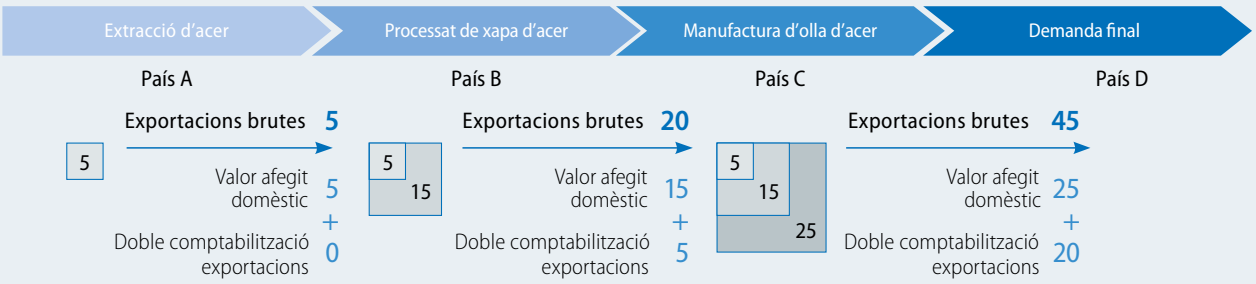
### *PIB mundial i comerç internacional **

*Variació anual mitjana (%)*




***Notes:*** ** PIB en termes reals i en paritat de poder adquisitiu. Volum de comerç de béns i serveis; no s'inclouen els anys 2007-2010 per l'efecte de la crisi. ** Estimació per al 2016. *** Previsions per al 2017-2021.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IMF (WEO, octubre del 2016).*

### *Exportacions en una cadena de valor global*




***Font:*** *CaixaBank Research.*

1. Vegeu els Focus «Alentiment del comerç mundial i inversió» i «Alentiment del comerç mundial: el paper del proteccionisme», en l'IM12/2016 i en l'IM02/2017, respectivament.
2. El terme cadena de valor global fa referència a la divisió de la producció d'un bé o d'un servei en diferents fases de producció localitzades en diferents països.
3. Vegeu Al-Haschimi, A., Gächter, M., Lodge, D. i Steingress, W. (2016), «The great normalisation of Global Trade», VoxEU, octubre; Constantinescu, C., Mattoo, A., Ruta, M., (2017), «Trade Developments in 2016: Policy Uncertainty Weighs on World Trade», Global Trade Watch, World Bank, Washington, D. C.; IMF (2016), «Global Trade: What's behind the Slowdown?», WEO, octubre, capítol 2.

# 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 | 02/17 | 03/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | | |
| PIB real | 2,4 | 2,6 | 1,6 | 1,3 | 1,7 | 2,0 | – | ... | – |
| Vendes al detall (sense cotxes ni benzina) | 4,5 | 4,3 | 3,9 | 4,4 | 3,6 | 3,8 | 5,0 | 4,4 | ... |
| Confiança del consumidor *(valor)* | 86,9 | 98,0 | 96,0 | 94,8 | 100,7 | 107,8 | 111,6 | 116,1 | 125,6 |
| Producció industrial | 2,9 | 0,3 | –1,6 | –1,1 | –1,0 | –0,1 | 0,2 | 0,3 | ... |
| Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)* | 55,6 | 51,4 | 50,0 | 51,5 | 51,1 | 53,3 | 56,0 | 57,7 | ... |
| Habitatges iniciats *(milers)* | 1.001 | 1.108 | 1.151 | 1.159 | 1.145 | 1.248 | 1.251 | 1.288 | ... |
| Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)* | 171 | 179 | 186 | 188 | 188 | 192 | 195 | ... | ... |
| Taxa d'atur *(% pobl. activa)* | 6,2 | 5,3 | 4,9 | 4,9 | 4,9 | 4,7 | 4,8 | 4,7 | ... |
| Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)* | 59,0 | 59,4 | 59,8 | 59,7 | 59,8 | 59,7 | 59,9 | 60,0 | ... |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | –2,8 | –2,8 | –2,8 | –2,7 | –2,7 | –2,7 | –2,7 | ... | ... |
| **Preus** | | | | | | | | | |
| Preus de consum | 1,6 | 0,1 | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 1,8 | 2,5 | 2,7 | ... |
| Preus de consum subjacent | 1,7 | 1,8 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,2 | 2,3 | 2,2 | ... |

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

## JAPÓ

| | 2014 | 2015 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | 02/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Activitat** | | | | | | | | |
| PIB real | 0,2 | 1,2 | 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 | 43,1 |
| Producció industrial | 2,1 | –1,2 | –3,2 | –1,7 | 0,5 | 2,6 | 1,9 | ... |
| 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 | 3,0 | ... |
| Balança comercial [1] *(% PIB)* | –2,5 | –0,5 | –0,2 | 0,1 | 0,5 | 0,7 | 0,9 | 1,0 |
| **Preus** | | | | | | | | |
| Preus de consum | 2,8 | 0,8 | 0,0 | –0,3 | –0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,2 |
| Preus de consum subjacent | 1,8 | 1,0 | 0,6 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | –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 | 02/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **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 | 9,5 | 9,5 |
| Producció industrial | 8,3 | 6,1 | 5,9 | 6,1 | 6,1 | 6,1 | 6,3 | 6,3 |
| PMI manufactures (oficial) *(valor)* | 50,7 | 49,9 | 49,5 | 50,1 | 50,2 | 51,4 | 51,3 | 51,6 |
| **Sector exterior** | | | | | | | | |
| Balança comercial [1] *(valor)* | 383 | 608 | 588 | 576 | 554 | 513 | 508 | 470 |
| Exportacions | 6,0 | –2,3 | –14,3 | –7,5 | –7,0 | –5,2 | 8,0 | –1,5 |
| Importacions | 0,4 | –14,2 | –14,1 | –7,1 | –4,7 | 2,1 | 16,7 | 38,0 |
| **Preus** | | | | | | | | |
| Preus de consum | 2,0 | 1,4 | 2,1 | 2,1 | 1,7 | 2,2 | 2,5 | 0,8 |
| Tipus d'interès de referència [2] *(valor)* | 5,60 | 4,35 | 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 | 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 · L'economia de la zona de l'euro guanya fermesa en un entorn d'incertesa

**Perspectives d'acceleració del creixement davant l'inici del calendari electoral.** A nivell europeu, el mes de març va estar marcat per tres esdeveniments importants que posen de manifest com una activitat econòmica més sòlida conviu amb un entorn d'elevada incertesa política. En primer lloc, el BCE va millorar el mapa de riscos arran de la major fermesa de la recuperació i va revisar lleugerament a l'alça les previsions de creixement de la zona de l'euro fins a l'1,8% el 2017 i l'1,7% el 2018, d'acord amb les previsions de CaixaBank Research de l'1,7% tant per al 2017 com per al 2018. En segon lloc, en el pla polític, les eleccions parlamentàries holandeses del 15 de març van donar el tret de sortida al calendari electoral europeu, amb uns resultats favorables per a la formació d'un govern continuista. La propera cita electoral seran les eleccions presidencials franceses del final d'abril, que són un dels principals focus d'incertesa per a l'economia de la zona de l'euro i en les quals hi ha posades totes les mirades. Finalment, el 29 de març, el Regne Unit va activar formalment el procés de separació de la UE. D'aquesta manera, s'inicia un termini de dos anys de negociacions en què, atesos els importants vincles entre les parts, el Regne Unit i la UE han de fixar les bases d'una nova relació tan poc disruptiva com sigui possible. No obstant això, el procés serà complex i la incertesa que l'envolta és elevada.

**La demanda interna impulsa el creixement de la zona de l'euro.** L'avanç del 0,4% intertrimestral del PIB de la zona de l'euro en el 4T 2016 va ser fruit de la contribució positiva de la demanda interna, de 0,5 p. p., i d'una demanda externa que va restar lleugerament al creixement (–0,1 p. p.). Més enllà del bon to que va mantenir el consum privat, amb un creixement del 0,4% intertrimestral, va destacar l'avanç important de la inversió, del 0,6% intertrimestral. Aquesta fortalesa de la demanda interna també es va reflectir en un augment de les importacions del 2,0% intertrimestral, que explica la contribució negativa del sector exterior malgrat la bona marxa de les exportacions (l'1,5%). La dada del 4T mostra un patró de creixement similar al del conjunt de l'any 2016: el PIB va créixer l'1,7%, amb una aportació d'1,9 p. p. per part de la demanda interna i amb una demanda externa que va restar 0,2 p. p. al creixement anual del PIB.

**Els indicadors d'activitat donen suport a una major solidesa del creixement en el 1T.** Al març, l'índex de sentiment empresarial compost (PMI) per a la zona de l'euro va assolir el seu nivell màxim des de l'abril del 2011 i va arribar als 56,7 punts (en zona clarament expansiva, per damunt dels 50 punts). En la mateixa línia, l'índex de sentiment econòmic (ESI) del març, amb un registre de 107,9 punts, també es va mantenir en màxims des del 2011. A més a més, l'acceleració dels indicadors d'activitat va ser generalitzada a tots els països. A Alemanya, l'índex compost PMI va pujar fins als 57,0 punts (56,1 al febrer) i l'ESI va avançar fins als 109,2 punts. Més destacable és la positiva evolució dels indicadors francesos: el PMI compost va assolir els 57,9 punts (55,9 al febrer) i l'ESI es va situar en els

### *Zona de l'euro: previsions del BCE*

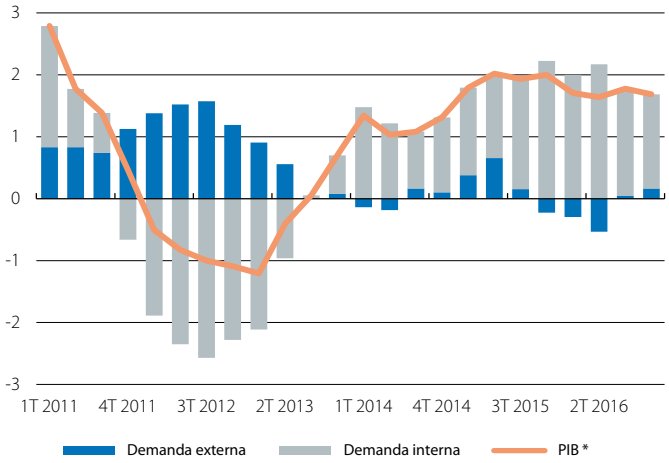
*Variació anual (%)*

| | Previsió | | | Variació en relació amb la previsió desembre 2016 (p. p.) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2017 | 2018 | 2019 |
| PIB | 1,8 | 1,7 | 1,6 | ▲ 0,1 | ▲ 0,1 | = |
| IPCH * | 1,7 | 1,6 | 1,7 | ▲ 0,4 | ▲ 0,1 | = |
| IPCH sense energia ni aliments | 1,1 | 1,5 | 1,8 | = | ▲ 0,1 | ▲ 0,1 |

***Nota:*** ** Índex de preus al consum harmonitzat.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE (ECB Staff Macroeconomic Projections).*

### *Zona de l'euro: PIB*

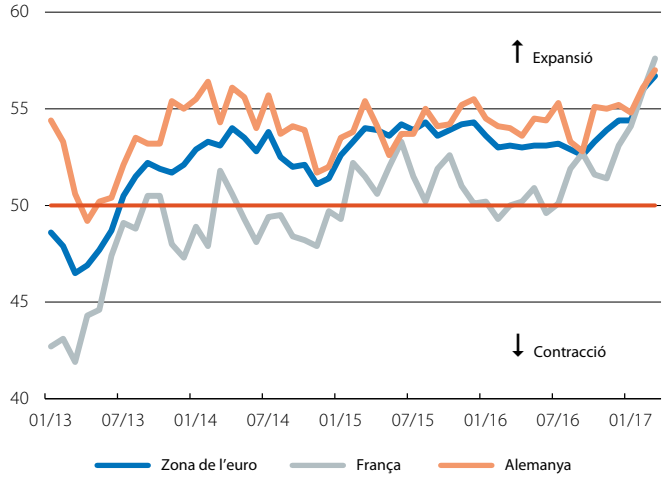
*Contribució al creixement interanual (p. p.)*




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

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

*Nivell*




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

104,9 punts, registres que apunten a una certa acceleració de l'activitat. No obstant això, les eleccions presidencials franceses són un focus de risc no menyspreable i que s'afegeix a unes perspectives de creixement a mitjà termini poc esperançadores, de manera que l'ambició reformista del president que surti elegit serà fonamental.

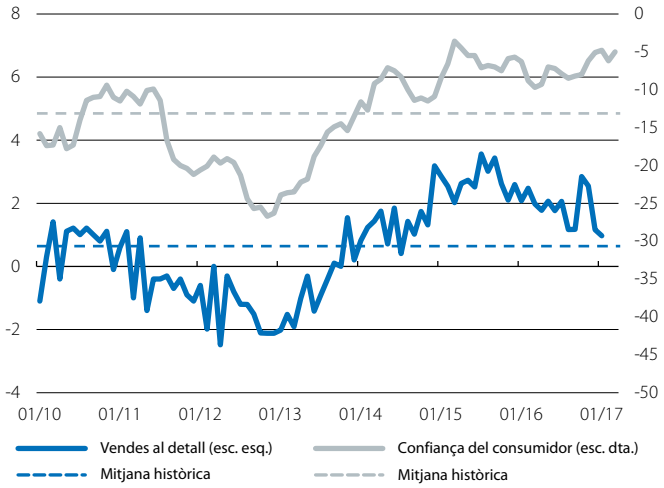
**Els indicadors de consum reflecteixen el bon to de la demanda interna**. En concret, les vendes al detall van augmentar l'1,0% interanual al gener, una xifra que, malgrat situar-se lleugerament per sota del registre del desembre (l'1,2%), es manté per damunt de la mitjana dels últims anys. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro es va situar en els –5,0 punts al març i manté la senda alcista que mostra des del 2T 2016. Aquesta bona dinàmica del consum de les llars continuarà en els propers mesos, amb el suport de la millora del mercat laboral i d'unes condicions financeres acomodatícies.

**L'avanç de l'activitat es projecta en la creació d'ocupació**. En el 4T 2016, l'ocupació va augmentar el 0,3% intertrimestral al conjunt de la zona de l'euro (el 0,2% en el 3T) i va tancar l'any 2016 en els 153,9 milions d'empleats (el nivell més elevat des del 3T 2008). El creixement de l'ocupació va ser generalitzat per països, entre els quals van destacar Espanya i Portugal, tots dos amb un avanç del 0,4%, i també Itàlia, amb un augment de l'ocupació del 0,3% després de l'ensopegada del trimestre anterior (el –0,1% en el 3T 2016). A França i a Alemanya, l'augment de l'ocupació va ser una mica més moderat (del 0,2% i del 0,1%, respectivament), tot i que cal recordar que l'economia alemanya es troba prop de la plena ocupació. La millora de l'ocupació es reflecteix de forma gradual en l'augment dels salaris, que, al conjunt de la zona de l'euro, van augmentar l'1,6% interanual en el 4T, una mica per damunt del creixement mitjà del 1T-3T. No obstant això, les diferències entre països són importants i reflecteixen una situació molt dispar als diferents mercats laborals. Així, els costos salarials van avançar a un ritme més intens a Alemanya (el 2,9% interanual) i a França (l'1,5% interanual), mentre que, a Itàlia, van registrar un creixement feble després de diversos trimestres en negatiu.

**La inflació manté una dinàmica de normalització**. La inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), es va situar en l'1,5% al març. Aquesta xifra se situa 5 dècimes per sota del 2,0% registrat al febrer, a causa, en primer lloc, de la menor contribució dels components volàtils (energia i aliments no processats). De la mateixa manera que, en els últims mesos, l'efecte base de les caigudes del preu del petroli del final del 2015 s'havia traduït en fortes contribucions positives dels preus energètics, aquest efecte es comença a desfer amb l'estabilització del petroli en la forquilla dels 50-55 dòlars per barril. A més a més, la inflació subjacent, indicativa de les tendències inflacionistes a mitjà termini, es va situar en el 0,7% al març, 2 dècimes per sota de la dada del febrer. Aquesta petita ensopegada de la inflació subjacent respon a una menor contribució dels preus dels serveis, influenciats per un efecte de calendari de la Setmana Santa, que enguany cau íntegrament a l'abril, mentre que, el 2016, va caure al març. Més enllà d'aquest factor puntual, en els propers mesos, esperem una recuperació gradual de la inflació subjacent arran del creixement de l'activitat i de la millora del mercat laboral.

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

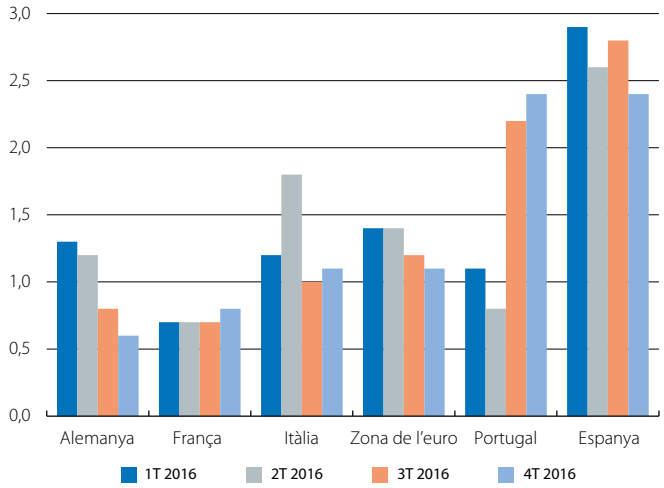
*Variació interanual (%)* *Nivell*




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

## *Zona de l'euro: ocupació*

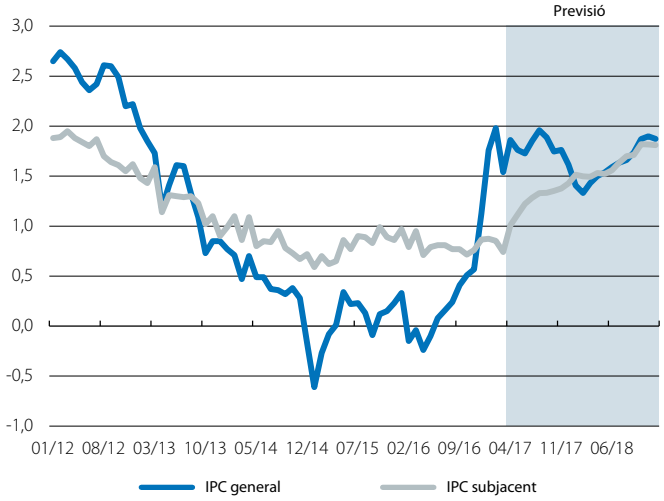
*Variació interanual (%)*




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

## *Zona de l'euro: IPC harmonitzat*

*Variació interanual (%)*




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

## PORTUGAL

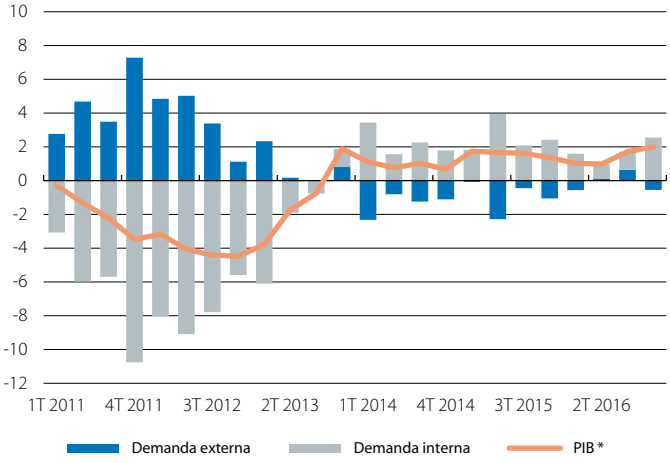
**El creixement de l'economia portuguesa guanya solidesa al mateix temps que es continuen corregint els desequilibris macroeconòmics**. El PIB de Portugal va créixer el 2,0% interanual en el 4T 2016, el major ritme d'avanç des del 2010. En el 4T, va destacar en positiu l'avanç del consum privat, de l'1,1% intertrimestral (el 0,4% en el 3T), i de la inversió, del 4,6% intertrimestral (el 0,2% en el 3T). En canvi, el consum públic va presentar un avanç molt més contingut, del 0,3% intertrimestral. El fort creixement de la demanda interna es va traduir en un avanç important de les importacions (el 4,5% intertrimestral), raó per la qual el sector exterior va tenir una contribució negativa a l'avanç intertrimestral del PIB (–1,0 p. p.), tot i que les exportacions van avançar a bon ritme (el 2,5% intertrimestral). Aquestes dades corroboren que l'economia portuguesa creix d'una manera més equilibrada en l'actual etapa expansiva iniciada el 2014, amb la demanda interna com a principal motor de creixement i amb un bon funcionament del sector exportador. En el conjunt de l'any 2016, el PIB va créixer l'1,4% i, de cara al 2017, s'espera que el ritme de creixement es mantingui en una cota similar. En concret, l'escenari de CaixaBank Research contempla un avanç del PIB de l'1,5% per a enguany.

**El dèficit públic disminueix, però el nivell de deute públic encara es manté elevat**. El saldo públic de Portugal va tancar l'any 2016 en el –2,1% del PIB, per sota de l'objectiu d'estabilitat marcat per la Comissió Europea (el –2,5% del PIB). Aquesta xifra representa una millora de 2,3 p. p. en relació amb el dèficit del 2015 (el –4,4%), fruit d'un augment dels ingressos del 0,9% i d'una disminució de les despeses del 3,8%. Els ingressos van augmentar tant per la recuperació de l'economia com per l'adopció de mesures extraordinàries, com el pla de pagament del deute tributari pendent (PERES), mentre que la reducció de la despesa es va concentrar en la inversió pública, en les prestacions socials per atur i en els interessos del deute. Després d'aquesta millora del saldo públic, el Govern portuguès ha demanat sortir del procediment de dèficit excessiu que té obert amb la Comissió Europea. No obstant això, cal remarcar que, amb un deute públic del 130,4% del PIB, serà necessari mantenir la consolidació fiscal en els propers exercicis.

**El superàvit per compte corrent de Portugal prossegueix amb un augment gradual i es va situar en l'1,0% del PIB al gener (acumulat de 12 mesos)**. Entre els anys 2000 i 2008, el sector exterior de Portugal es va caracteritzar per un persistent dèficit per compte corrent, que va arribar al –12,1% del PIB el 2008, fruit d'un patró de fort consum intern, de baix estalvi i de baixa competitivitat exportadora. De llavors ençà, primer la correcció de les importacions per l'impacte de la recessió econòmica i més recentment un conjunt d'ajustaments estructurals (consolidació fiscal, desendeutament privat i millor especialització exportadora, tant en productes com en destinacions) han permès corregir la dinàmica negativa fins a assolir un superàvit per compte corrent moderat. En termes de composició, aquest procés s'ha caracteritzat, principalment, per un augment sostingut del superàvit de la balança de serveis i per una correcció del dèficit de la balança de béns. Així, al gener, la balança de serveis va registrar un superàvit del 7,1% del PIB i la balança de béns, un dèficit del 5,0% del PIB.

### *Portugal: PIB*

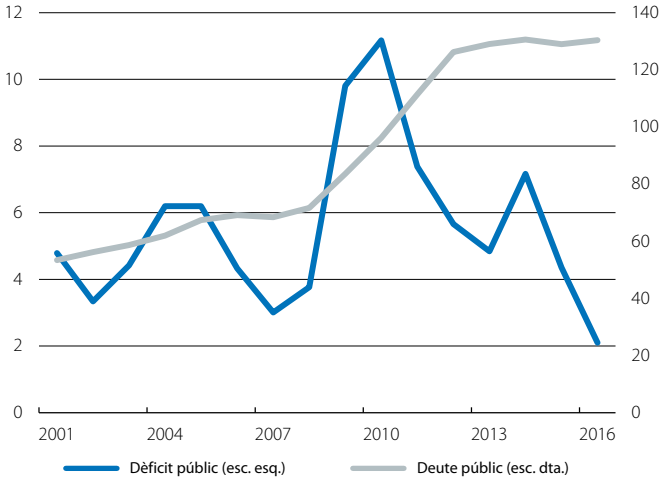
*Contribució al creixement interanual (p. p.)*




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

### *Portugal: dèficit i deute públic*

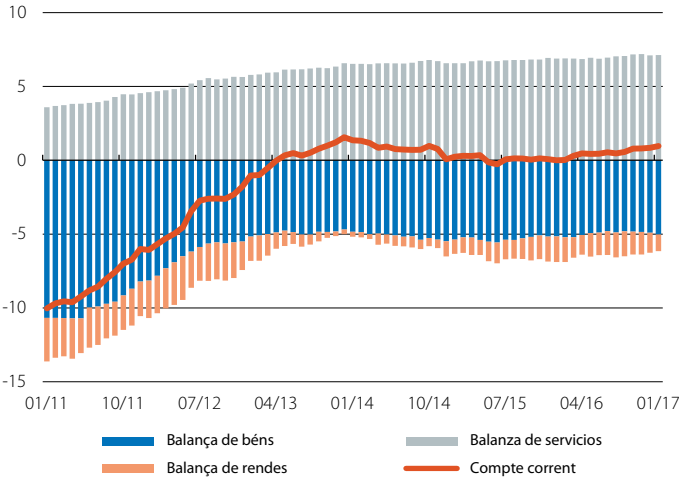
*(% del PIB)* *(% del PIB)*




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

### *Portugal: compte corrent*

*Acumulat de 12 mesos (% del PIB)*




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

# FOCUS · Cap a on aniran els tipus? El BCE i els fonaments macroeconòmics

L'evolució del tipus d'interès del deute públic depèn, en gran part, dels fonaments macroeconòmics globals i del país en qüestió. Per exemple, la capacitat de pagament d'un Estat depèn del nivell actual d'endeutament, de les expectatives sobre el superàvit o sobre el dèficit públic i del creixement futur de l'economia. Així mateix, la salut de l'economia europea determina el tipus d'interès de referència que fixa el Banc Central Europeu (BCE), mitjançant el qual influencia la constel·lació de tipus d'interès. A més a més, també són importants els factors globals (com els tipus d'interès d'altres economies, ja que ofereixen oportunitats d'inversió alternatives) i l'apetència pel risc dels inversors. Amb tots aquests ingredients, i a partir de les relacions històriques entre ells, estimem el tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys coherent amb els fonaments macroeconòmics, l'anomenat tipus macro.[1]

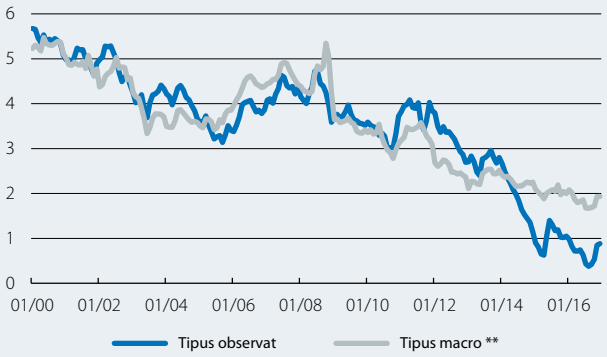
Com es pot observar al primer gràfic, els fonaments macroeconòmics solen ser bons indicadors del tipus observat al mercat. En aquest sentit, una anàlisi per components mostra que els principals determinants del tipus macro són el nivell de deute públic, les condicions financeres globals (tipus d'interès del deute nord-americà i volatilitat financera) i el tipus d'interès de referència del BCE. Així, en els últims anys, mentre que el nivell de deute ha generat pressions a l'alça sobre els tipus, la major laxitud de les condicions financeres globals (principalment, per la política monetària acomodatícia als EUA) i la disminució del tipus de referència del BCE han estat els factors dominants que han provocat la disminució del tipus macro. No obstant això, des de mitjan 2014, la implementació no convencional de la política monetària del BCE ha situat els tipus sobirans observats en nivells significativament inferiors als suggerits pels fonaments macroeconòmics, principalment als països del nucli de la zona de l'euro.

Per aquest motiu, cal esperar que l'eventual retirada de la política monetària no convencional del BCE comporti una convergència a l'alça dels tipus d'interès observats cap als tipus macro. No solament això, sinó que unes condicions financeres menys laxes als EUA i la normalització dels tipus d'interès del BCE es traduiran, també, en un augment dels tipus macro. Què passarà amb les primes de risc al llarg d'aquest procés? El segon gràfic mostra que, després de la crisi financera i del deute sobirà, els fonaments macroeconòmics justifiquen unes primes de risc més elevades que en el període 2000-2007 (principalment, per l'elevat endeutament públic i per un menor dinamisme de l'activitat). Als països del nucli, la valoració del risc observada als mercats reflecteix aquestes diferències en els fonaments: les primes observades són coherents amb els fonaments macroeconòmics. En canvi, a la perifèria, els diferencials observats se situen per damunt de les primes de risc predites pels fonaments econòmics. Aquesta discrepància reflecteix un sentiment inversor que encara penalitza els països de la perifèria[2] i que va ser especialment intens durant la crisi del deute sobirà. En aquest sentit, malgrat que al Focus «La política monetària del BCE i les primes de risc sobiranes», de l'IM03/2017, observem que, a curt termini, la retirada del BCE podria provocar repunts en les primes de risc, els fonaments macroeconòmics fan pensar que, a mitjà termini, podrien tornar a recular.

1. S'estima a partir d'una regressió de panell entre el 2000 i el 2014 per a Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, els Països Baixos, Irlanda, Itàlia i Portugal, amb les següents variables explicatives: les expectatives sobre l'euríbor a tres mesos i el creixement del PIB real, la ràtio de deute sobre el PIB, un indicador de volatilitat borsària i el tipus sobirà nord-americà a 10 anys.

### *Tipus d'interès del deute sobirà europeu a 10 anys **

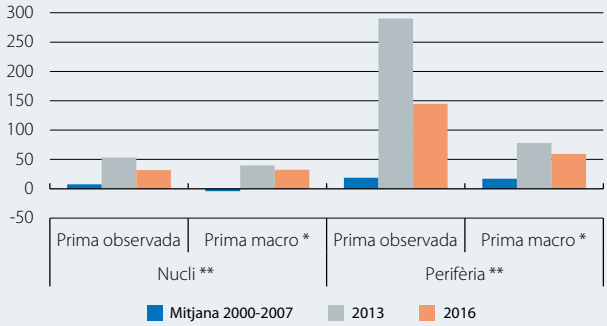
*(%)*




***Notes:*** ** Mitjana ponderada d'Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, França, Itàlia, els Països Baixos i Portugal. ** Tipus d'interès predit pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària del BCE, deute públic i expectatives de creixement).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters, d'Eurostat i de Consensus Economics.*

### *Primes de risc sobiranes per al deute a 10 anys*

*(p. b.)*




***Notes:*** ** Prima de risc predita pels fonaments macroeconòmics (condicions financeres globals, política monetària del BCE, deute públic i expectatives de creixement).*
*** Nucli: mitjana ponderada d'Àustria, Bèlgica, França i els Països Baixos. Perifèria: mitjana ponderada d'Espanya, Itàlia i Portugal.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters, d'Eurostat i de Consensus Economics.*

2. També podria reflectir un canvi estructural en la valoració dels fonaments i la seva relació amb el tipus d'interès sobirà.

# FOCUS · Rellotge del deute públic a la zona de l'euro

Des del 2015, el programa de compres d'actius (QE) i la política de tipus baixos del BCE han rebaixat de forma substancial els costos de finançament dels països de la zona de l'euro. No obstant això, els nivells de deute públic continuen sent molt elevats, per damunt del 90% del PIB al conjunt de la zona de l'euro, i, quan es retirin els estímuls monetaris i els tipus d'interès augmentin, la pressió sobre les finances públiques començarà a créixer.

Atès aquest escenari, la correcció del deute cap a nivells més sostenibles és primordial. Els acords assolits amb la UE estableixen que el deute públic ha de ser inferior al 60% del PIB i que els països amb un nivell superior l'han de situar per sota d'aquest llindar en un termini màxim de 20 anys. Amb la finalitat d'analitzar l'esforç fiscal que això pot comportar, estimem el saldo públic primari[1] necessari perquè el deute públic convergeixi cap a l'objectiu establert per la UE. Aquest exercici el realitzem per a l'any 2020, moment en què, presumiblement, la normalització monetària del BCE haurà començat. Per aquest motiu, utilitzem les previsions de creixement i de deute de l'FMI per al 2020 i els tipus d'interès que cal esperar atesos els fonaments macroeconòmics de cada país i la política monetària que s'espera que dugui a terme el BCE (vegeu el Focus «Cap a on aniran els tipus? El BCE i els fonaments macroeconòmics», d'aquest *Informe Mensual*, per a una explicació detallada de la metodologia).

D'una banda, països com Alemanya i els Països Baixos presentaran, molt probablement, un deute públic inferior al 60% del PIB el 2020 i, per tant, podran mantenir una política fiscal relativament acomodatícia.

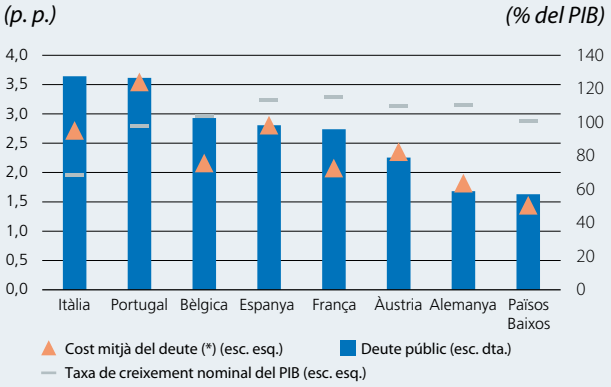
Altres països, en canvi, haurien de dur a terme un important esforç fiscal si volen reduir el deute públic a la velocitat establerta per les regles fiscals de la UE. Per exemple, països com Bèlgica i Espanya haurien de mantenir un superàvit primari al voltant de l'1,5% del PIB i França, del 0,7%. Atès que aquests països, ara com ara, encara presenten dèficits primaris, una millora dels comptes públics mentre els vents bufen a favor pot ser d'una gran ajuda per al futur.

A Itàlia i a Portugal, l'esforç hauria de ser encara més elevat, ja que parteixen d'un nivell de deute públic relativament alt, i, en especial en el cas italià, les perspectives de creixement no són gaire esperançadores. Per a Portugal, sembla que l'FMI també és relativament conservador en les previsions de creixement. En concret, una de les variables que determina l'evolució del deute públic és la diferència entre el tipus d'interès i el creixement del PIB nominal, l'anomenat efecte bola de neu. Intuïtivament, com més elevat és el tipus d'interès, major és el creixement nominal necessari per aconseguir reduir el deute públic en percentatge del PIB. Com es pot observar al segon gràfic, per a Itàlia i per a Portugal, l'efecte bola de neu pressionaria a l'alça el deute públic el 2020. No obstant això, aquests països podran compensar l'augment dels costos de finançament i prosseguir la reducció gradual de la ràtio de deute (tot i que no podran fer-ho al ritme acordat) si mantenen el superàvit primari actual.

En definitiva, aquesta senzilla anàlisi mostra que retornar el deute públic als nivells previs a la crisi és una tasca que requereix perseverança i esforç i que serà encara més àrdua quan la política monetària es comenci a normalitzar. Tot plegat posa de manifest la importància d'adoptar mesures per augmentar el creixement potencial en diversos països europeus. La reducció del deute públic serà molt més suportable si el creixement acaba sent superior al que actualment consideren les principals institucions internacionals.

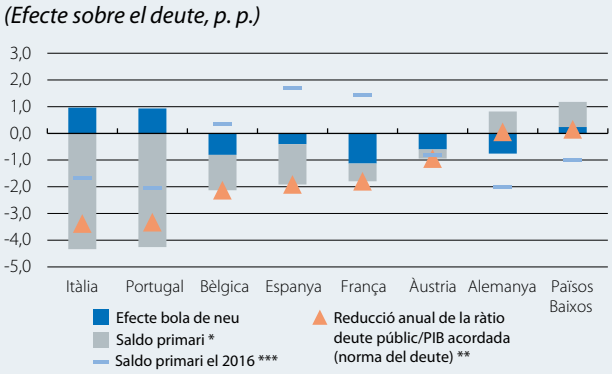
1. Saldo públic abans del pagament d'interessos.

### *Previsions de creixement, deute públic i cost mitjà del deute per al 2020*




***Nota:*** ** Cost mitjà del deute esperat a partir de la metodologia utilitzada al Focus «Cap a on aniran els tipus? El BCE i els fonaments macroeconòmics», d'aquest* Informe Mensual.
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

### *Anàlisi de la sostenibilitat del deute a mitjà termini (2020)*




***Notes:*** ** El saldo primari fa referència al balanç que satisfà la norma de reducció del deute atès l'efecte bola de neu previst el 2020. Els saldos primaris negatius corresponen a superàvit. ** La norma del deute fa referència al ritme anual al qual s'hauria de reduir el deute públic per situar-lo en el 60% del PIB en un termini de 20 anys. *** Els saldos primaris positius/negatius corresponen a dèficits/superàvits.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades d'AMECO i de l'FMI.*

# PRINCIPALS INDICADORS

## *Indicadors d'activitat i ocupació*

*Valors, llevat que s'indiqui el contrari*

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | 02/17 | 03/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vendes al detall *(variació interanual)* | 2,7 | 1,9 | 2,2 | 1,8 | 1,4 | 2,3 | 1,2 | ... | ... |
| Producció industrial *(variació interanual)* | 2,1 | 1,4 | 1,4 | 1,0 | 1,1 | 2,3 | 0,6 | ... | ... |
| Confiança del consumidor | –6,2 | –7,7 | –8,3 | –7,8 | –8,2 | –6,4 | –4,8 | –6,2 | –5,0 |
| Sentiment econòmic | 104,2 | 104,8 | 103,9 | 104,2 | 104,2 | 106,9 | 107,9 | 108,0 | 107,9 |
| PMI manufactures | 52,2 | 52,5 | 51,7 | 52,0 | 52,1 | 54,0 | 55,2 | 55,4 | 56,2 |
| PMI serveis | 54,0 | 53,1 | 53,3 | 53,1 | 52,6 | 53,4 | 53,7 | 55,6 | 56,5 |
| **Mercat de treball** | | | | | | | | | |
| Ocupació (persones) *(variació interanual)* | 1,0 | 1,3 | 1,4 | 1,4 | 1,2 | 1,2 | – | ... | – |
| **Taxa d'atur: zona de l'euro** *(% pobl. activa)* | 10,9 | 10,0 | 10,3 | 10,1 | 9,9 | 9,7 | 9,6 | ... | ... |
| Alemanya *(% pobl. activa)* | 4,6 | 4,2 | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 3,9 | 3,8 | ... | ... |
| França *(% pobl. activa)* | 10,4 | 10,0 | 10,2 | 9,9 | 10,1 | 10,0 | 10,0 | ... | ... |
| Itàlia *(% pobl. activa)* | 11,9 | 11,7 | 11,6 | 11,6 | 11,6 | 11,8 | 11,9 | ... | ... |
| Espanya *(% pobl. activa)* | 22,1 | 19,6 | 20,5 | 20,1 | 19,3 | 18,7 | 18,2 | ... | ... |

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

## *Sector exterior*

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

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | 02/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Saldo corrent: zona de l'euro** | **3,2** | **3,6** | **3,2** | **3,5** | **3,4** | **3,6** | **3,5** | **...** |
| Alemanya | 8,6 | 8,4 | 8,7 | 8,9 | 8,6 | 8,4 | 8,3 | ... |
| França | –0,2 | –1,1 | –0,8 | –0,8 | –1,1 | –1,1 | –1,4 | ... |
| Itàlia | 1,6 | 2,8 | 1,9 | 2,3 | 2,6 | 2,8 | 2,7 | ... |
| Espanya | 1,4 | 2,0 | 1,4 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 2,0 | ... |
| **Tipus de canvi efectiu nominal**[1] *(valor)* | **92,3** | **94,7** | **94,1** | **94,8** | **95,1** | **94,8** | **94,3** | **93,8** |

***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*

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | 02/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finançament del sector privat** | | | | | | | | |
| Crèdit a les societats no financeres[1] | –0,4 | 1,8 | 1,2 | 1,7 | 2,1 | 2,2 | 2,3 | 2,0 |
| Crèdit a les llars[1, 2] | 0,7 | 1,7 | 1,5 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 2,2 | 2,3 |
| Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[3] *(%)* | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[4] *(%)* | 2,1 | 1,9 | 2,0 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 | 1,8 |
| **Dipòsits** | | | | | | | | |
| Dipòsits a la vista | 11,1 | 10,0 | 11,2 | 10,1 | 9,5 | 9,3 | 9,3 | 9,2 |
| Altres dipòsits a curt termini | –3,8 | –1,9 | –2,4 | –1,8 | –1,2 | –2,0 | –2,2 | –2,1 |
| Instruments negociables | 2,6 | 2,9 | –1,0 | 2,3 | 5,7 | 4,7 | 7,3 | 3,5 |
| Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)* | 0,8 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |

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

# CONJUNTURA · **Sense símptomes de desacceleració**

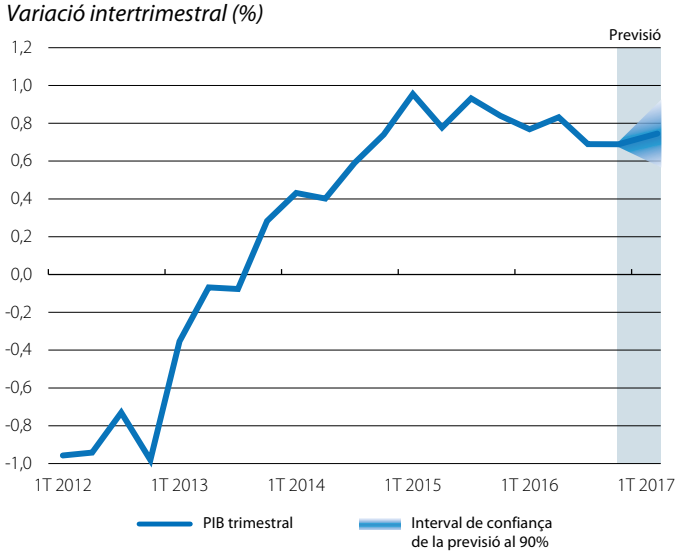
**L'avanç de l'activitat prossegueix a bon ritme**. L'economia espanyola va continuar evolucionant molt positivament en els tres primers mesos de l'any, i, ara com ara, no sembla que s'albiri l'anunciada desacceleració. En concret, els indicadors d'activitat corresponents als mesos de gener i de febrer van ser, en general, una mica més positius que els registrats en el trimestre precedent. Van destacar positivament els indicadors relacionats amb el consum privat i, sobretot, amb la inversió en béns de capital, la qual cosa fa preveure que aquests components van ser els principals impulsors de la demanda interna en el 1T 2017. Pel que fa a l'oferta, el bon to dels indicadors de sentiment empresarial també ha anat acompanyat, en els primers compassos de l'any, de bones xifres de negoci al sector industrial i al dels serveis. En aquest context, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research estima un creixement intertrimestral del 0,8% en el 1T, un ritme d'avanç lleugerament superior al registrat en el 4T 2016 (el 0,7% intertrimestral).

**Perspectives de creixement a l'alça**. Els bons indicadors d'activitat i de confiança, juntament amb una previsió que l'augment del preu del petroli serà més moderat del previst amb anterioritat, ens empenyen a millorar la previsió de creixement del PIB en 2 dècimes, tant el 2017 com el 2018, fins al 2,8% i el 2,4%, respectivament. Les previsions de la resta d'analistes, recollides al Panell de Funcas i a Consensus Economics, i d'altres institucions, com l'OCDE, l'FMI i el Banc d'Espanya, també han estat revisades a l'alça recentment. D'aquesta manera, i en absència de *shocks* que interrompin la tònica expansiva de l'economia espanyola, aquest serà el tercer any consecutiu en què es batran les previsions de creixement efectuades un any enrere. Serveixi d'exemple que, a l'IM04/2016, CaixaBank Research preveia un creixement del 2,1% per al 2017, 7 dècimes per sota de la previsió actual. No obstant això, cal destacar que els riscos que envolten aquest escenari de previsions es mantenen alts, sobretot a causa de l'elevada incertesa política a Europa, del carregat calendari electoral i de l'inici de les negociacions del *brexit*.

**El major creixement del PIB es trasllada al mercat laboral**. D'acord amb les bones dades d'activitat, la informació referent al mercat laboral també ha estat molt positiva. En particular, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar en 46.079 persones al febrer en termes desestacionalitzats, un registre similar al dels dos anys anteriors. Amb aquesta dada, el ritme de creació d'ocupació es va accelerar fins al 3,4% interanual. Així mateix, també cal destacar que la millora va ser generalitzada a la majoria de sectors d'activitat. L'atur registrat, per la seva banda, es va reduir en 32.711 persones, també en termes desestacionalitzats. El ritme de descens de l'atur registrat va augmentar en 3 dècimes, fins al –9,7% interanual. La bona marxa del mercat laboral en els dos primers mesos de l'any i la millora de les perspectives de creixement del PIB ens empe-

### *PIB*

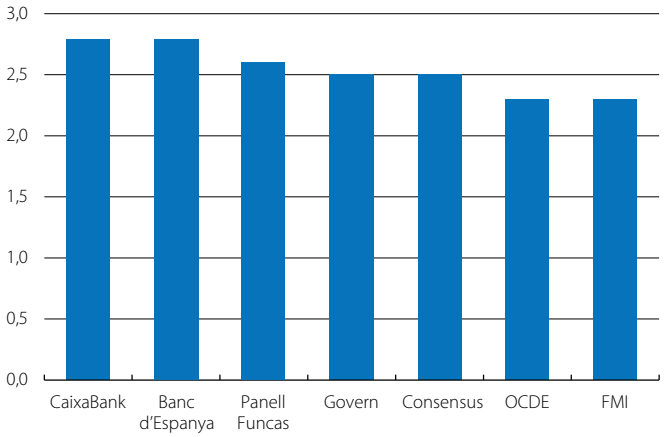
*Variació intertrimestral (%)*




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

### *Previsions de creixement del PIB el 2017*

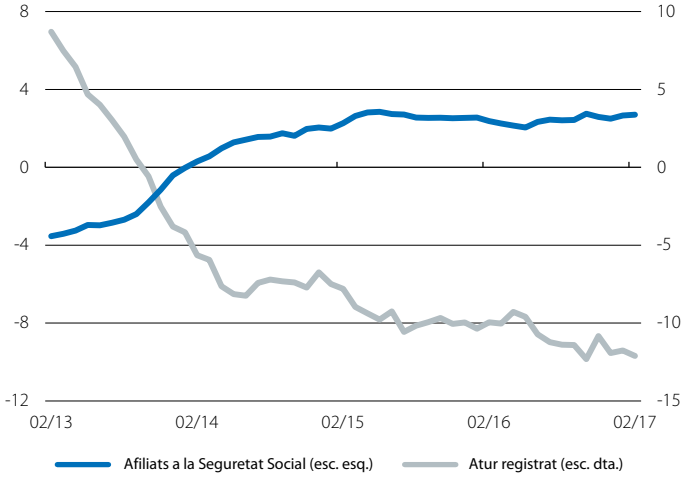
*Variació anual (%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya, del Ministeri d'Economia, de Consensus Economics, de Funcas, de l'OCDE i de l'FMI.*

### *Afiliats a la Seguretat Social i atur registrat*

*Variació interanual (%)* *Variació interanual (%)*




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

nyen a millorar també les previsions de creixement de l'ocupació el 2017 fins al 2,2%, percentatge que correspon a una creació, de mitjana, de més de 400.000 nous llocs de treball.

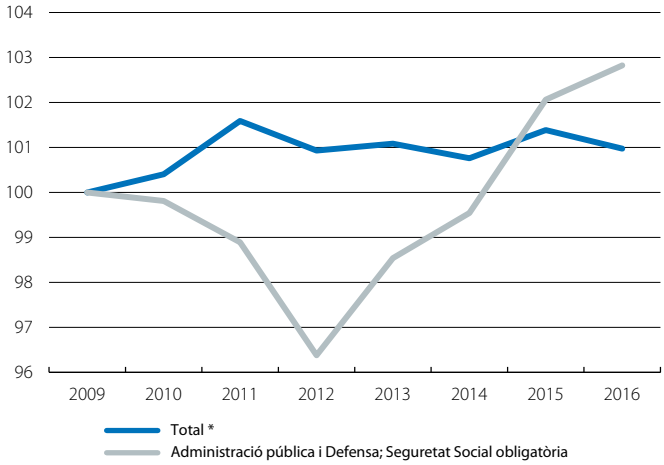
**Continua la moderació salarial**. El fort creixement de l'ocupació es produeix en un context en què els increments salarials continuen sent moderats, de l'1,2%, de mitjana, en els convenis col·lectius signats al febrer. Així mateix, segons l'enquesta trimestral del cost laboral, els costos laborals van recular el 0,8% interanual en el 4T 2016, la qual cosa els va situar en 2.650 euros per treballador i mes. La seva evolució, però, varia en funció dels sectors d'activitat. En concret, és remarcable el perfil diferenciat que exhibeix el sector públic, pel fet que, al desembre del 2012, es va retirar la paga extra als treballadors públics i que, amb posterioritat, va ser restituïda de forma gradual. Així, si prenem com a referència l'any 2009, els costos laborals a l'Administració pública i Defensa es van mantenir per sota del total dels sectors d'activitat, però aquesta tendència es va revertir el 2015 i el 2016, arran de la devolució del 50% de la paga extra suspesa en aquests dos anys.

**A poc a poc, els preus aniran reflectint la millora econòmica**. A mesura que es consolidi la via expansiva de l'economia espanyola, la inflació s'anirà movent de forma gradual cap a un nivell proper al 2%, objectiu del BCE. Ara com ara, l'IPC subjacent, que exclou els productes energètics i els aliments frescos, va registrar un augment moderat de l'1,0% interanual al febrer, lluny encara de l'objectiu esmentat. En clar contrast, la inflació general es va moderar fins al 2,3% en el mes de març, després de registrar el 3,0% al gener i al febrer. Aquest repunt de la inflació al començament de l'any, però, és temporal i s'explica per l'evolució del preu de l'electricitat i dels carburants. De cara als propers mesos, el preu del petroli seguirà una senda ascendent i se situarà en els 58,6 dòlars per barril al desembre d'enguany. Aquest valor és inferior al previst amb anterioritat, a causa de l'augment sostingut de la producció de petroli no convencional als EUA, la qual cosa limita l'efecte de l'acord de l'OPEP del mes de novembre sobre l'augment del cru (vegeu la Conjuntura de Mercats Financers en aquest mateix *Informe Mensual*). Això ens empeny a revisar a la baixa la inflació anual mitjana al 2,2%. En definitiva, la inflació general anirà baixant a mesura que es dilueixi l'efecte de l'augment dels preus de l'energia, mentre que la inflació subjacent, impulsada pel dinamisme del consum privat, es mourà en sentit oposat i seguirà una suau tendència creixent.

**L'augment més moderat del preu del petroli donarà suport al compte corrent**. El 2016, el saldo per compte corrent va ser de 21.786 milions d'euros (el 2,0% del PIB), superior als 14.725 milions del 2015, gràcies a la reducció del dèficit de rendes i, sobretot, a la disminució del dèficit de béns. La millora del saldo energètic arran del menor preu del petroli va jugar un paper primordial: l'estalvi energètic va ser de 6.882 milions d'euros, equivalent al 0,7% del PIB. De cara al 2017, l'augment del preu del petroli incrementarà el dèficit energètic fins als 26.500 milions d'euros (el 2,3% del PIB). Així, doncs, el preu del petroli ja no jugarà a favor, de manera que, per assolir el superàvit

## Cost laboral per treballador

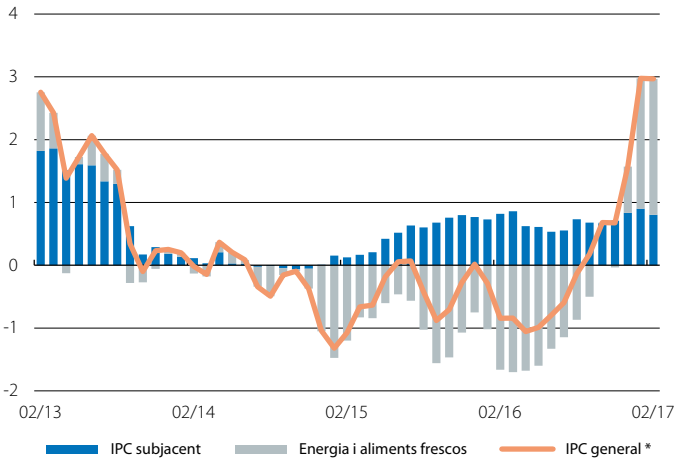
*Índex (100 = 2009)*




***Nota:*** ** Seccions CNAE-9 de la B a la S.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ETCL).*

## IPC

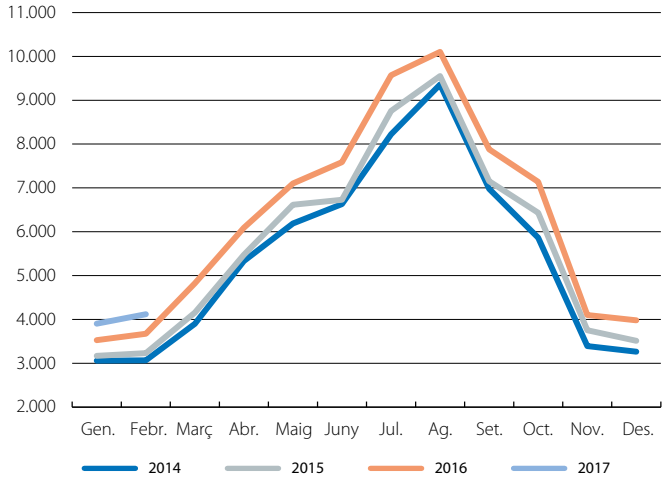
*Contribució al creixement interanual (p. p.)*




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

## Entrada de turistes estrangers

*(Milers)*




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

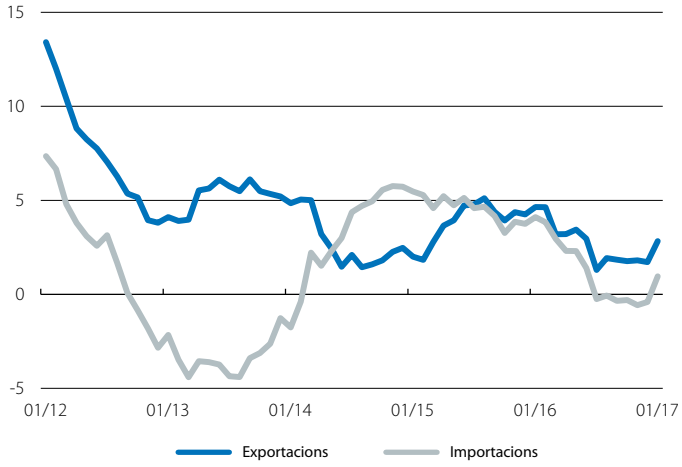
corrent previst, de l'1,8% del PIB, serà crucial que les exportacions de béns i serveis mantinguin el dinamisme dels últims anys. Ara com ara, les dades de duanes del gener confirmen que les exportacions de béns continuen avançant a bon ritme (el 2,8% interanual en l'acumulat de 12 mesos). Així mateix, l'arribada de turistes internacionals continua millorant els registres rècord del 2016, amb un creixement de l'11,9% interanual al febrer.

**El context econòmic favorable va ajudar a assolir l'objectiu de dèficit públic el 2016**. El dèficit públic amb què es va tancar el 2016 va ser inferior a l'objectiu acordat amb Brussel·les (el 4,6% del PIB). En concret, es va situar en el 4,3% del PIB si s'exclouen les ajudes a la banca, que pugen a 0,2 p. p. Sense cap mena de dubte, el fet que el 2016 el creixement econòmic fos clarament superior al previst quan es van aprovar els pressupostos ha estat un factor de suport fonamental. De fet, el fort creixement de l'activitat econòmica del 2016 hauria permès reduir el dèficit públic en més d'1 p. p. si la política fiscal hagués estat neutra, de manera que es pot considerar que l'any passat la política fiscal va ser expansiva. De cara al 2017, el millor punt de partida, a causa d'un tancament del 2016 més favorable, fa que l'ajust que caldrà realitzar enguany per assolir l'objectiu de dèficit del 3,1% del PIB sigui inferior al planejat inicialment. A més a més, la millora de les perspectives econòmiques per a enguany també facilitarà l'assoliment de l'objectiu. Ara com ara, l'execució pressupostària de l'Estat fins al febrer situa el dèficit en el –0,9% del PIB, 3 dècimes per sota del registre del febrer del 2016.

**La millora del cicle econòmic també es reflecteix en l'evolució del crèdit**. En particular, la millora de l'activitat econòmica i els baixos tipus d'interès, amb el suport de la política monetària expansiva del BCE, afavoreixen la recuperació dels fluxos de crèdit. Al febrer, la nova concessió de crèdit a les llars per al consum i per a la compra d'habitatge va continuar avançant a taxes molt elevades (el 18% i el 21% interanual en l'acumulat de l'any, respectivament). D'altra banda, s'observa també un increment de la nova concessió de crèdit a les pimes (el 7% interanual). Malgrat el dinamisme en la concessió de crèdit nou, el saldo viu de crèdit al sector privat resident es va contreure el 3,0% interanual al febrer, a causa del procés de despalanquejament que encara du a terme. No obstant això, el desglossament del crèdit per segments del 4T 2016 mostra una evolució dispar en funció de la finalitat del crèdit. En concret, el crèdit promotor va accelerar el ritme de caiguda fins al 10,6% interanual, mentre que el crèdit a les empreses no promotores va suavitzar la velocitat de reculada. Una mostra molt positiva que el crèdit destinat a activitats productives a poc a poc es va recuperant.

## Comerç exterior de béns *

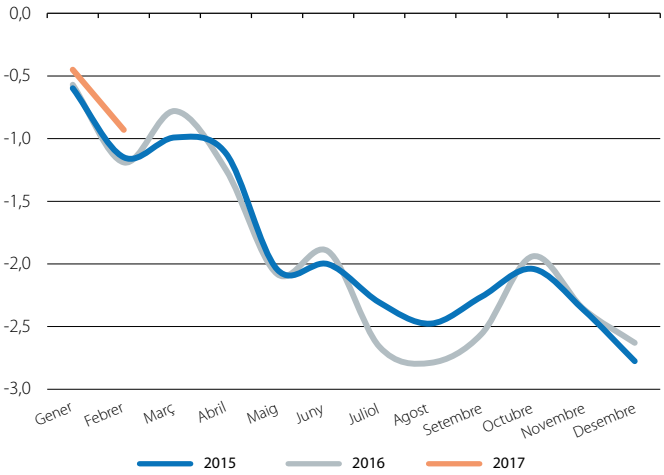
*Variació interanual de l'acumulat de 12 mesos (%)*




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

## Saldo de l'Estat

*(% del PIB)*




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

## Crèdit i morositat en el 4T 2016

| | Saldo (milers de milions d'euros) | Variació interanual (%) | Taxa de morositat (%) |
|---|---|---|---|
| Llars (habitatge) | 535 | –3,0 | 4,7 |
| Llars (consum) | 117 | 5,3 | 8,9 |
| Activitats productives | 605 | –6,1 | 13,1 |
| Construcció | 40 | –9,2 | 29,1 |
| Promotor | 121 | –10,6 | 25,5 |
| Serveis | 317 | –5,7 | 8,0 |
| Indústria | 108 | –2,4 | 8,9 |
| Agricultura | 19 | 4,8 | 9,1 |
| **Total *** | **1.257** | **–3,8** | **9,1** |

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

# FOCUS · Tecnologia i ocupació de qualitat: una relació canviant?

El canvi tecnològic comporta una transformació de la majoria dels llocs de treball i, potencialment, de la qualitat de l'ocupació. En essència, la irrupció d'una nova tecnologia implica una nova manera de produir les coses, amb la desaparició d'algunes tasques i l'aparició d'unes altres. Així mateix, també canvien les habilitats i els coneixements requerits als treballadors. Aquesta transformació dels llocs de treball pot afectar de forma diferent els diversos col·lectius de treballadors. Així, d'una banda, la tecnologia pot millorar la qualitat de l'ocupació si complementa la tasca del treballador i n'augmenta la productivitat.[1] En altres casos, la tecnologia pot ser disruptiva i fer desaparèixer algunes professions, la qual cosa fa que sigui imprescindible disposar d'unes polítiques actives d'ocupació eficaces.

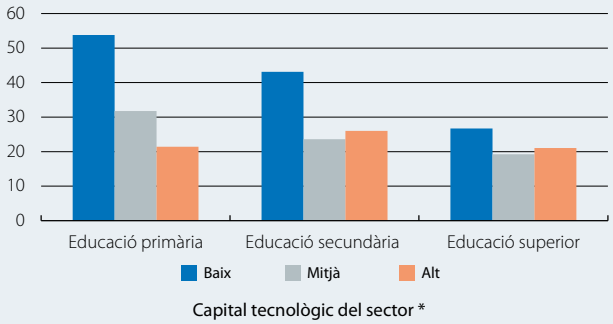
El mercat laboral espanyol no és aliè a l'impacte de la transformació tecnològica. Concretament, en aquest article analitzem la relació entre la qualitat de l'ocupació i la intensitat tecnològica de cada sector. Per analitzar aquesta qüestió, dividim els sectors d'activitat en tres grups en funció de la seva intensitat tecnològica. En concret, utilitzem dades d'EU KLEMS, que permeten mesurar l'*stock* de capital tecnològic dels sectors d'activitat, definit com la suma del capital en equipament de computació i de comunicació, *software*, bases de dades i R+D. A continuació, a partir de les dades de l'EPA del 4T 2016, s'analitza el tipus de contracte (temporal o indefinit) del treballador, un aspecte de la relació laboral que reflecteix la qualitat de l'ocupació.[2] Els resultats són concloents a favor de la tecnologia: la taxa de temporalitat és del 37% als sectors amb menys intensitat tecnològica, molt superior a la taxa del 23% dels sectors d'alta intensitat. Aquesta diferència és especialment elevada per als treballadors amb educació primària (diferència en temporalitat de 32 p. p.) i és menys rellevant per als treballadors amb estudis superiors (vegeu el primer gràfic).[3]

En els últims anys, la velocitat de la innovació s'ha accelerat, i, en aquest sentit, és convenient centrar-se en els treballadors amb menys temps en una empresa, ja que els treballadors més establerts poden disposar de contractes indefinits per raons no relacionades amb l'adopció d'aquestes tecnologies. Al segon gràfic, s'observa que els treballadors amb un màxim de sis mesos a l'empresa presenten taxes de temporalitat molt elevades (del 87% de mitjana). No obstant això, cal destacar que la taxa de temporalitat baixa a mesura que augmenta la intensitat tecnològica del sector. Aquesta relació decreixent encara és més evident per als ocupats que fa entre 6 i 12 mesos que treballen a l'empresa, amb una diferència d'11 p. p. en la taxa de temporalitat (vegeu el segon gràfic).[4]

En definitiva, els resultats presentats donen suport a la hipòtesi que els sectors més intensius en capital tecnològic van associats, generalment, a relacions laborals més estables i que, en aquests sectors, els treballadors més beneficiats tenen un nivell educatiu més baix.

### *Taxa de temporalitat en funció del capital tecnològic del sector i del nivell educatiu del treballador (4T 2016)*

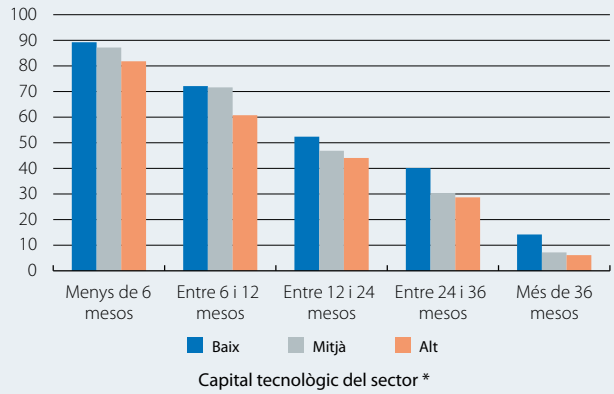
*(% del total d'ocupació)*




***Nota:*** ** El capital tecnològic inclou equipament de computació i de comunicació,* software *bases de dades i R+D, mesurat en percentatge del valor afegit brut del sector. Dades del 2014.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i d'EU KLEMS.*

### *Taxa de temporalitat en funció del capital tecnològic del sector i del nombre de mesos del treballador a l'empresa (4T 2016)*

*(% del total d'ocupació)*




***Nota:*** ** El capital tecnològic inclou equipament de computació, de comunicació,* software, *bases de dades i R+D, mesurat en percentatge del valor afegit brut del sector. Dades del 2014.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i d'EU KLEMS.*

1. Generalment, una major productivitat del treballador va associada a un salari més alt i a millors condicions laborals.
2. La qualitat de l'ocupació és un concepte multifacètic i, a més del tipus de contracte, considera altres aspectes de la relació laboral. No obstant això, la temporalitat és una bona *proxy* per mesurar la qualitat, ja que està molt correlacionada amb altres variables, com l'ocupació parcial involuntària o la sobrequalificació dels treballadors.
3. Aquests resultats descriptius es corroboren en un model de regressió pròbit sobre la probabilitat de tenir un contracte temporal en què s'inclouen variables de control de les característiques del treballador.
4. La diferència en la taxa de temporalitat puja a 17 p. p. si restringim els treballadors amb nivell d'educació primària i que fa entre 6 i 12 mesos que treballen a l'empresa. De nou, els resultats presentats són coherents amb els d'un model pròbit en què s'inclouen controls com el nivell educatiu i l'edat del treballador.

# FOCUS · L'atur estructural a Espanya

El fort creixement de l'economia espanyola en els dos últims anys ha impulsat la creació d'ocupació. En concret, en el bienni 2015-2016, el nombre d'ocupats ha augmentat en 939.000 persones. No obstant això, la taxa d'atur es continua situant en cotes molt elevades (el 18,6% en el 4T 2016), i no és clar quina part d'aquest atur s'ha tornat estructural.

Formalment, la taxa d'atur estructural (TAE) és la taxa d'atur compatible amb una inflació propera a l'objectiu del banc central, motiu pel qual també s'anomena taxa d'atur no acceleradora dels preus (NAIRU, per les sigles en anglès) o dels salaris (NAWRU). La TAE no és directament observable, sinó que s'estima a partir de la relació que s'observa al llarg del cicle econòmic entre l'atur i la inflació, una relació que també és coneguda com a corba de Phillips. A curt termini, quan la taxa d'atur se situa per sota del nivell estructural, les pressions a l'alça sobre els preus i els salaris augmenten, i viceversa. La dificultat d'estimar la TAE rau en el fet que pot variar al llarg del temps, en funció de canvis en factors institucionals i econòmics. Per exemple, una flexibilització de la regulació laboral pot reduir la TAE, mentre que un *shock* permanent en un sector d'activitat, com la construcció, pot augmentar-la.

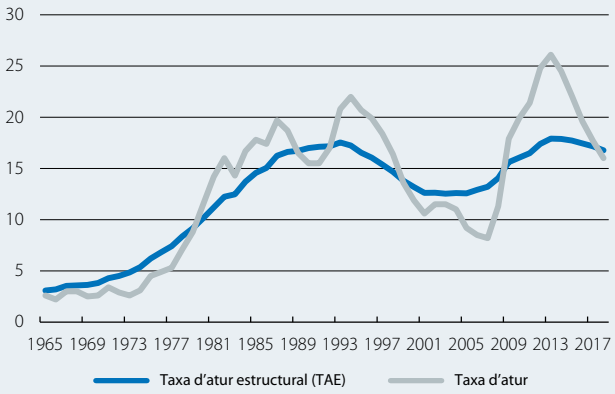
El primer gràfic mostra l'evolució de la taxa d'atur espanyola juntament amb l'estimació de la TAE més recent, realitzada per la Comissió Europea al febrer del 2017. Com es pot observar, en períodes de crisi, la taxa d'atur augmenta més ràpidament que la TAE, la qual cosa indica que l'atur puja, principalment, per factors cíclics. No obstant això, una part d'aquest augment també pot ser estructural, en especial si va acompanyat d'un augment de l'atur de llarga durada, ja que això pot comportar una depreciació de capital humà. Segons la Comissió Europea, la TAE se situa actualment en el 17,2% i, l'any vinent, i sense fer reformes, baixarà lleugerament fins al 16,8%. Aquesta xifra, de fet, és superior a la taxa d'atur prevista per al 2018 (del 16,0%), la qual cosa indicaria que les pressions salarials podrien augmentar en els propers trimestres.

De tota manera, cal interpretar amb cautela aquesta estimació. En primer lloc, les condicions actuals de l'economia espanyola, i del mercat laboral en particular, suggereixen que la Comissió pot estar sobreestimant la TAE. En concret, no s'observen pressions significatives ni en preus ni en salaris, tal com ho evidencia que la inflació subjacent encara es troba en nivells propers a l'1% i que l'increment salarial dels convenis pactats al febrer va ser d'un moderat 1,2%. A més a més, com és ben sabut, la incertesa sobre l'estimació de la TAE és molt elevada, i en particular quan s'apliquen mesures reguladores específiques al mercat laboral, ja que és difícil estimar en temps real l'impacte que tindran sobre la TAE. Aquesta incertesa és fàcilment constatable observant els canvis en l'estimació de la TAE any rere any. Precisament, tal com s'il·lustra al segon gràfic, les estimacions de la Comissió han estat revisades a la baixa de forma successiva a mesura que s'incorporaven noves dades. Així mateix, l'OCDE, utilitzant una metodologia lleugerament diferent, estima que la TAE és del 15,7% el 2016,[1] significativament inferior a l'estimada per la Comissió Europea.

De tota manera, independentment de la metodologia utilitzada, la comparativa internacional mostra que la TAE espanyola és la més elevada entre els països europeus i que, fins i tot, supera la grega (el 16,0%) o la portuguesa (el 10,3%) el 2016. Això subratlla la necessitat de continuar explorant quines mesures poden ajudar a reduir encara més la TAE a Espanya. Potenciar les polítiques actives d'ocupació i fomentar l'educació per competències i la formació dels treballadors són exemples de mesures que, sens dubte, hi contribuirien i que comptarien amb un ampli suport polític.

### *Taxa d'atur i taxa d'atur estructural segons la Comissió Europea*

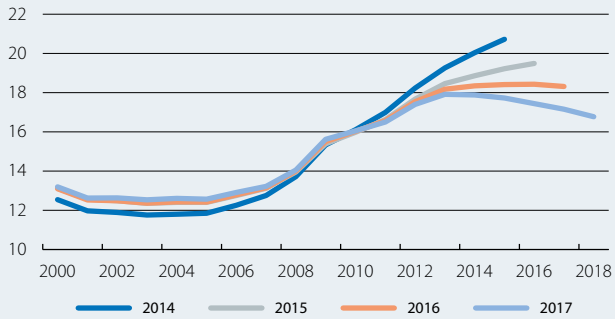
*(%)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea (febrer del 2017).*

### *Evolució de les estimacions de la taxa d'atur estructural efectuades per la Comissió Europea **

*(%)*




***Nota:*** ** Estimacions de la NAWRU realitzades per la Comissió Europea a la primavera de cada any.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.*

1. OCDE, 2016, *Economic Outlook* núm. 100, novembre.

# FOCUS · La inflació espanyola i la pujada del petroli: aquesta vegada serà diferent?

La inflació espanyola ha repuntat amb força en els últims mesos. A l'agost del 2016, quan encara estava en terreny negatiu (el –0,1%), va iniciar una forta tendència alcista i, al febrer del 2017, va assolir el 3,0%. Aquest repunt s'explica en la seva totalitat per la pujada del preu del petroli i de l'electricitat. De cara als propers mesos, però, hi ha dues qüestions que preocupen. D'una banda, com impactarà aquest repunt, fins ara circumscrit als components energètics de l'IPC, sobre el preu de la resta de béns. I, de l'altra, si l'impacte sobre la inflació espanyola serà superior al de la zona de l'euro, ja que això podria erosionar els guanys de competitivitat dels últims anys.

La pujada del preu del petroli afecta la inflació per tres vies diferents. En primer lloc, té un impacte directe sobre el preu dels carburants. Aquest efecte és més intens a Espanya que a la zona de l'euro, perquè els carburants pesen el 7,7% en l'IPC espanyol, mentre que només pesen el 4,2% a la zona de l'euro, i perquè els impostos de suma fixa són inferiors a Espanya, de manera que el preu del carburant fluctua més en línia amb el del petroli. En segon lloc, hi ha els efectes indirectes sobre altres components, per l'increment dels costos de producció intrínsecament vinculats al petroli (per exemple, els preus del transport). A més a més, en tercer lloc, cal sumar els anomenats efectes de segona ronda, que es produeixen a conseqüència dels canvis en les expectatives d'inflació dels agents econòmics i que, per exemple, poden afectar les negociacions salarials.

Una manera de mesurar aquests tres efectes, tant per a Espanya com per a la zona de l'euro, és el desglossament de l'IPC en 94 components. Per a cada component, es calcula la correlació amb el preu del petroli[1] i es classifiquen els components en dos grups, en funció de si tenen o no una correlació significativa. Tot seguit, es construeix un índex de preus sintètic utilitzant, només, els components no correlacionats amb el preu del petroli. Així, la diferència entre la inflació observada i la sintètica il·lustra la influència del preu del petroli sobre el preu de la resta de béns.

El primer resultat que s'extreu d'aquest exercici és que, en els 15 últims anys, els components correlacionats amb el petroli en l'IPC espanyol pesen més que en l'IPC de la zona de l'euro. En concret, a Espanya, els components correlacionats (que s'exclouen de l'índex sintètic) tenen una ponderació conjunta del 59,1%. Aquest percentatge queda molt per damunt del de la zona de l'euro, on els components exclosos pesen el 36,7%. Les diferències més significatives entre Espanya i la zona de l'euro es donen en restaurants i en serveis d'allotjament, amb un pes combinat del 13,8% en l'IPC espanyol. En tots dos casos, la correlació amb el preu del petroli és alta a Espanya, mentre que, a la zona de l'euro, és gairebé nul·la.

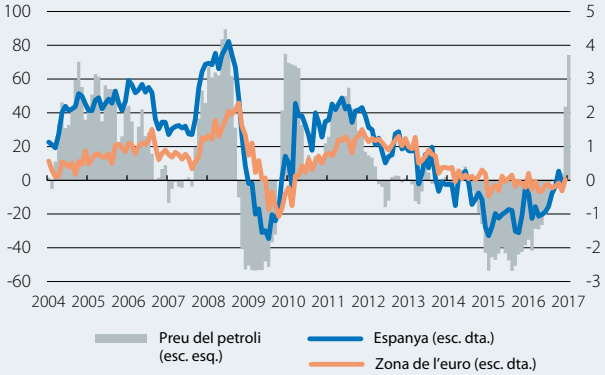
1. En concret, per a cada component i s'estima el model $\pi^{comp\,i}_{t} = \alpha + \beta_j \pi^{comp\,i}_{t-1} + \mu_j \pi^{petroli}_{t-j}$, on j = 0, 1, 2 o 3 i π indica la variació interanual de l'índex de preus.

En el cas espanyol, el major pes dels components correlacionats amb el petroli propicia que la inflació augmenti més que a la zona de l'euro en cas d'un episodi d'encariment del cru. Així, en l'escalada de preus del petroli del 2007-2008, l'efecte d'aquest augment sobre la inflació espanyola va ser de 4,1 p. p. (diferència entre la inflació observada i la sintètica a l'agost del 2008), mentre que, a la zona de l'euro, va arribar fins als 2,3 p. p. al novembre.

Al gener i al febrer, ja hem assistit als efectes directes, i potser, en part, als indirectes, de la pujada del petroli. Cal esperar el mateix que en el passat amb els efectes de segona ronda? Hi ha raons per pensar que les reformes estructurals dels últims anys, i la desindexació de la inflació que han comportat (costos laborals, pensions i taxes publiques), podrien fer que, aquesta vegada, la història s'escrivís de forma diferent.

### *Influència del preu del petroli en la inflació **

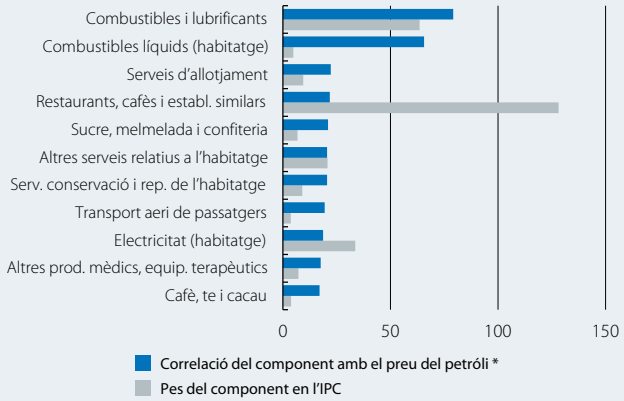
*Variació interanual (%)* *Variació interanual (%)*




***Nota:*** ** Diferència entre la inflació observada i la inflació d'un índex sintètic que exclou els components amb més correlació amb el preu del petroli.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i d'Eurostat.*

### *Components de l'IPC espanyol més correlacionats amb el preu del petroli*

*Pes en l'IPC (‰) i correlació (%)*




***Nota:*** ** Es calcula la correlació de la variació interanual contemporània i amb retards de fins a quatre mesos i es grafica la correlació màxima (la correlació pren valors de –100 a 100, on 100 implica una sincronització perfecta).*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades 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

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | 02/17 | 03/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Indústria** | | | | | | | | | |
| Consum d'electricitat | 1,7 | 0,1 | –0,8 | 0,8 | 0,3 | –0,1 | 5,0 | 1,2 | ... |
| Índex de producció industrial | 3,3 | 1,9 | 2,6 | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 2,5 | ... | ... |
| Indicador de confiança a la indústria *(valor)* | –0,3 | –2,3 | –1,9 | –2,8 | –3,8 | –0,6 | 0,1 | 1,7 | –0,9 |
| PMI de manufactures *(valor)* | 53,6 | 53,2 | 54,3 | 52,5 | 51,4 | 54,4 | 55,6 | 54,8 | ... |
| **Construcció** | | | | | | | | | |
| Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)* | 20,0 | 43,7 | 45,2 | 48,1 | 44,8 | 36,9 | 27,5 | ... | ... |
| Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)* | 10,9 | 12,9 | 10,7 | 14,1 | 13,3 | 13,6 | 15,5 | ... | ... |
| Preu de l'habitatge | 1,1 | 1,9 | 2,4 | 2,0 | 1,6 | 1,5 | – | ... | – |
| **Serveis** | | | | | | | | | |
| Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)* | 5,6 | 8,2 | 5,9 | 7,5 | 9,3 | 10,1 | 10,3 | 10,2 | ... |
| PMI de serveis *(valor)* | 57,3 | 55,0 | 54,7 | 55,5 | 54,9 | 54,9 | 54,2 | 57,7 | ... |
| **Consum** | | | | | | | | | |
| Vendes comerç al detall | 3,0 | 3,6 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,0 | –1,1 | 0,4 | ... |
| Matriculacions d'automòbils | 21,3 | 11,4 | 8,0 | 17,8 | 11,0 | 8,9 | 10,6 | 0,1 | ... |
| Indicador de confiança dels consumidors *(valor)* | 0,3 | –3,8 | –2,5 | –3,2 | –6,1 | –3,2 | –2,5 | –3,8 | –2,2 |

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

## Indicadors d'ocupació

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | 02/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Afiliats a la Seguretat Social** [1] | | | | | | | | |
| Sectors d'activitat | | | | | | | | |
| Indústria | 2,2 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,7 | 2,8 | 3,0 | 2,9 |
| Construcció | 4,7 | 2,6 | 2,6 | 2,1 | 2,7 | 3,3 | 4,7 | 5,0 |
| Serveis | 3,5 | 3,2 | 3,1 | 3,0 | 3,3 | 3,5 | 3,4 | 3,4 |
| Situació professional | | 3,5 | | | | | | |
| Assalariats | 3,5 | 3,5 | 3,4 | 3,1 | 3,5 | 3,8 | 3,9 | 3,9 |
| No assalariats | 1,9 | 1,0 | 1,2 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,9 | 0,9 |
| **TOTAL** | **3,2** | **3,0** | **3,0** | **2,7** | **3,0** | **3,3** | **3,3** | **3,4** |
| **Població ocupada** [2] | **3,0** | **2,7** | **3,3** | **2,4** | **2,7** | **2,3** | **–** | **...** |
| **Contractes registrats** [3] | | | | | | | | |
| Indefinits | 12,3 | 14,2 | 8,3 | 17,4 | 17,9 | 13,3 | 19,5 | 8,4 |
| Temporals | 11,2 | 7,2 | 6,2 | 9,1 | 7,1 | 6,6 | 16,7 | 5,1 |
| **TOTAL** | **11,3** | **7,8** | **6,4** | **9,8** | **7,9** | **7,1** | **16,9** | **5,4** |
| **Atur registrat** [3] | | | | | | | | |
| Menors de 25 anys | –11,0 | –12,6 | –10,9 | –12,0 | –14,4 | –13,2 | –12,3 | –14,0 |
| Resta d'edats | –7,2 | –8,2 | –7,8 | –7,5 | –8,6 | –9,0 | –9,2 | –9,3 |
| **TOTAL** | **–7,5** | **–8,6** | **–8,1** | **–7,9** | **–9,1** | **–9,4** | **–9,4** | **–9,7** |

***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

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | 02/17 | 03/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **General** | **–0,5** | **–0,2** | **–0,7** | **–0,9** | **–0,2** | **1,0** | **3,0** | **3,0** | **2,3** |
| Subjacent | 0,6 | 0,8 | 1,0 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,0 | ... |
| Aliments sense elaboració | 1,8 | 2,3 | 2,1 | 2,7 | 3,5 | 1,0 | 2,7 | 5,4 | ... |
| Productes energètics | –9,0 | –8,4 | –13,1 | –13,6 | –8,6 | 1,6 | 17,5 | 16,8 | ... |

***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*

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Comerç de béns** | | | | | | | |
| Exportacions *(variació interanual)* | 4,3 | 1,7 | 0,2 | 4,3 | –1,1 | 3,2 | 17,4 |
| Importacions *(variació interanual)* | 3,7 | –0,4 | –0,7 | –0,3 | –3,7 | 3,0 | 19,0 |
| **Saldo corrent** | **14,7** | **21,8** | **15,4** | **18,9** | **20,7** | **21,8** | **22,6** |
| Béns i serveis | 26,2 | 32,9 | 26,1 | 29,3 | 31,2 | 32,9 | 32,8 |
| Rendes primàries i secundàries | –11,5 | –11,1 | –10,6 | –10,3 | –10,6 | –11,1 | –10,2 |
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament** | **21,7** | **23,6** | **22,2** | **25,4** | **26,2** | **23,6** | **25,1** |

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

## Sector públic

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

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament**[1] | **–5,1** | **–4,5** | **–0,7** | **–3,0** | **–2,8** | **–4,5** | **–** |
| Administració central | –2,6 | –2,7 | –0,8 | –1,9 | –2,6 | –2,7 | –0,5 |
| Comunitats autònomes | –1,7 | –0,8 | –0,1 | –0,6 | –0,1 | –0,8 | –0,1 |
| Corporacions locals | 0,5 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,5 | 0,6 | – |
| Seguretat Social | –1,2 | –1,6 | 0,2 | –0,6 | –0,6 | –1,6 | 0,1 |
| **Deute públic** *(% PIB)* | **99,8** | **99,4** | **101,1** | **101,0** | **100,3** | **99,4** | **–** |

***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*

| | 2015 | 2016 | 1T 2016 | 2T 2016 | 3T 2016 | 4T 2016 | 01/17 | Saldo 01/17[1] |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Finançament als sectors no financers**[2] | | | | | | | | |
| Sector privat | –3,9 | –2,6 | –3,2 | –2,9 | –2,1 | –2,1 | –1,7 | 1.634,9 |
| Empreses no financeres | –4,0 | –2,8 | –3,4 | –3,2 | –2,2 | –2,2 | –1,7 | 914,2 |
| Llars[3] | –3,6 | –2,3 | –3,0 | –2,5 | –2,0 | –1,9 | –1,7 | 720,7 |
| Administracions públiques[4] | 4,0 | 3,9 | 3,5 | 4,2 | 4,6 | 3,1 | 3,9 | 1.098,6 |
| **TOTAL** | **–1,0** | **–0,1** | **–0,6** | **–0,2** | **0,5** | **–0,1** | **0,5** | **2.733,5** |
| **Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies** | | | | | | | | |
| Total dipòsits | –1,0 | –0,3 | –0,4 | –0,3 | –0,3 | –0,1 | –1,0 | 1.152,3 |
| A la vista | 18,5 | 16,6 | 16,2 | 16,0 | 16,4 | 17,8 | 17,3 | 444,6 |
| D'estalvi | 12,9 | 12,4 | 13,4 | 12,1 | 11,5 | 12,5 | 13,9 | 279,6 |
| A termini | –15,3 | –17,2 | –15,4 | –16,4 | –17,4 | –19,7 | –23,0 | 406,8 |
| En moneda estrangera | 5,6 | –1,1 | –4,0 | 1,6 | –1,9 | 0,1 | –1,5 | 21,3 |
| Resta del passiu[5] | –13,0 | –15,7 | –16,7 | –16,3 | –11,3 | –18,6 | –18,9 | 84,0 |
| **TOTAL** | **–2,2** | **–1,6** | **–1,9** | **–1,7** | **–1,2** | **–1,6** | **–2,4** | **1.236,3** |
| **Taxa de morositat** *(%)*[6] | **10,1** | **9,1** | **10,0** | **9,4** | **9,2** | **9,1** | **9,2** | **–** |
| **Taxa de cobertura** *(%)*[6] | **58,9** | **58,9** | **59,0** | **58,7** | **59,3** | **58,9** | **58,9** | **–** |

***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.*

PENSIONS: UN DEBAT NECESSARI

# La reforma del sistema de pensions: un debat ineludible

El 2011, es va aprovar l'última reforma del sistema de pensions a Espanya. Era la cinquena reforma del sistema en l'etapa democràtica i, probablement, va ser una de les més ambicioses. La llei preveia una revisió del sistema al cap de cinc anys, de manera que, al novembre del 2016, es va constituir una ponència parlamentària amb aquesta missió. Com va destacar la seva presidenta, Celia Villalobos, «les pensions d'ara estan garantides; la reforma que volem fer tracta d'assegurar les pensions del futur». En aquest context, cal plantejar-se quins són els factors que, a llarg termini, afectaran el sistema de pensions i, una vegada fixat aquest marc de referència, veure quines grans decisions es poden prendre per reformar-lo.

Un primer aspecte essencial, àmpliament esmentat al debat públic, són les conseqüències demogràfiques sobre el sistema de pensions. La combinació d'un augment de la longevitat amb l'envelliment progressiu de la població, que, al seu torn, deriva, en gran part, del descens de la taxa de natalitat dels últims decennis i que continuarà en el futur, es dóna a tot Europa, però a Espanya adquireix una intensitat especial. Així, segons l'INE, la taxa de natalitat, que, el 2015, va ser de nou naixements per cada 1.000 habitants, caurà al 6,6 per mil el 2030 i al 5,6 per mil el 2060. Certament, el descens de la natalitat dels últims anys s'ha intensificat per la forta reculada cíclica de l'economia espanyola (la doble recessió del 2008-2009 i del 2011-2013), però, fins i tot quan es recuperi arran de l'avanç del creixement, la tendència de fons que pronostica l'INE és la d'una reducció del nombre de naixements. Pel que fa a l'esperança de vida, es preveu que, el 2060, s'allargui en vuit anys en relació amb l'actual. Conseqüentment, si, en l'actualitat, el 16% de la població espanyola és major de 67 anys, a partir de la dècada del 2040, la proporció serà del 30%.

Una segona via de pressió sobre el sistema deriva de l'evolució de les rendes del treball. D'acord amb l'evidència empírica disponible, es constata que el pes de les rendes del treball en la renda total ha disminuït a nivell global durant les últimes dècades, i Espanya, en això, tampoc no és una excepció: el 1999, aquests guanys representaven el 62% de la renda, mentre que, el 2016, el seu pes era del 56%.[1] Com en el cas de la taxa de natalitat, les causes d'aquesta dinàmica combinen factors estructurals i cíclics. Entre els primers cal destacar els avanços tecnològics i la globalització, dos fenòmens que tendeixen a augmentar el retorn relatiu del factor capital en relació amb el del factor treball. Però, a més a més, aquestes tendències de fons s'han intensificat durant la inflexió cíclica comentada més amunt, ja que la major part de l'ajust s'ha produït a través del factor treball.

Aquest és un àmbit en què, a vegades, és fàcil caure en el simplisme. A tall d'exemple, una de les propostes que ha rebut més atenció mediàtica recent és la necessitat d'imposar un impost als robots, potser com a font de finançament de les pensions. Més enllà de les dificultats de definir la, anomenem-la així, base imposable (al final, què és un robot?: un algorisme més una màquina o només l'algorisme?), sembla contraproduent interferir en el procés d'acumulació dels béns de capital, ja que és una via directa per alentir la difusió de la innovació i per acabar obturant una font vital de prosperitat futura (i, per tant, de finançament futur de les pensions).

En aquest context de pressions demogràfiques i de canvis al mercat laboral, una pregunta central per al debat és determinar quina seria l'evolució esperada de la despesa pública en pensions en relació amb el PIB.[2] Un primer factor que l'explica deriva, en gran part, de la pròpia evolució demogràfica: a mesura que una societat envelleix, augmenta el nombre de pensionistes en relació amb la població en edat de treballar (el que es coneix com taxa de dependència o factor demogràfic), de manera que, si es mantenen els altres paràmetres del sistema sense canvis, la despesa en pensions serà més elevada. Un segon factor és la relació entre la prestació rebuda i la base que la finança, és a dir, entre pensió mitjana i salari mitjà (relació que es coneix com taxa de substitució o de reemplaçament): a major pensió en relació amb el salari, major despesa en pensions. Un tercer element deriva de la situació del mercat laboral. Si la taxa d'ocupació (proporció del nombre d'ocupats en relació amb la població) disminueix, la despesa en pensions (en percentatge del PIB) serà més alta. Malgrat que es tracta d'un resultat en aparença paradoxal, s'entén millor quan es considera que, a mesura que baixa la proporció de població en edat de treballar que té una feina, menor serà el PIB i, en conseqüència, major la despesa en pensions expressada com a percentatge del PIB.

En aquest context, quin és el marge de maniobra directe del qual es disposa? La demografia condiciona molt la taxa de dependència i la dinàmica laboral, la taxa d'ocupació i la participació de la renda salarial en el PIB. En conseqüència, l'elecció, en els extrems, serà entre una major despesa de pensions que permeti una taxa de reemplaçament més elevada o una despesa de pensions menor a canvi d'una taxa de substitució més baixa. Precisament, aquesta és la qüestió que tracta de concretar el Banc

1. Per a una visió més detallada de la qüestió, vegeu el Dossier «Les rendes del treball en perspectiva», publicat a l'IM02/2014, i l'article «Sobre la distribució de la renda empresarial», del Dossier publicat a l'IM02/2017.
2. Es realitza la descomposició següent: Despesa pensions/PIB = (nombre de pensions/població en edat de treballar) x (pensió mitjana/salari mitjà) x (població en edat de treballar/nombre d'ocupats) x (massa salarial total/PIB).

### *Despesa en pensions en diferents escenaris*

| | Despesa en pensions (% del PIB) | Taxa de dependència * (%) | Taxa de substitució ** (%) | Taxa d'ocupació (%) | Massa salarial *** (% del PIB) |
|---|---|---|---|---|---|
| **Situació actual** | 10,7 | 31,0 | 43,9 | 55,8 | 43,9 |
| **Simulacions el 2050** | | | | | |
| **Taxa de substitució actual** | | | | | |
| Ocupació desfavorable | 22,6 | 64,3 | 43,9 | 60,0 | 48,0 |
| i menor taxa de dependència | 18,4 | 52,3 | 43,9 | 60,0 | 48,0 |
| Ocupació molt favorable | 19,4 | 64,3 | 43,9 | 70,0 | 48,0 |
| i menor taxa de dependència | 15,8 | 52,3 | 43,9 | 70,0 | 48,0 |
| **Despesa en pensions fixa en el 12% del PIB** | | | | | |
| Ocupació desfavorable | 12,0 | 64,3 | 23,3 | 60,0 | 48,0 |
| Ocupació molt favorable | 12,0 | 64,3 | 27,2 | 70,0 | 48,0 |

***Notes:*** *Ràtio entre el nombre de pensions i la població en edat de treballar. ** Ràtio entre la pensió mitjana i el salari mitjà. *** Participació dels salaris en el PIB.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

d'Espanya en un exercici de simulació recent.[3] Malgrat que l'organisme elabora nombrosos escenaris (vegeu la taula adjunta per a una selecció), n'hi ha prou amb retenir els més il·lustratius: si s'incrementa lleugerament la despesa en pensions com a percentatge del PIB (el 12% del PIB el 2050, per damunt del 10,7% actual), la taxa de substitució oscil·laria entre el 23,3% i el 27,2% (actualment, és del 43,9%) en funció de la taxa d'ocupació que s'assoleixi. Si es manté la taxa de substitució actual, la despesa en pensions sobre el PIB se situaria, el 2050, entre el 15,8% i el 22,6%.

Concretada així, l'elecció a la qual s'enfronta la societat s'expressa de forma molt crua. I, certament, aquesta és l'evolució tendencial del sistema de pensions. Però tendencial no vol dir, en absolut, inevitable. Per disposar d'alternatives que allunyin el futur d'escenaris extrems no desitjables, probablement caldrà afrontar el debat sobre la reforma de les pensions des de dos tipus de mesures, les que, en un principi, generen consens i les que, en canvi, estan més obertes a discussió.

Les primeres són actuacions indirectes, és a dir, que poden tenir un efecte positiu sobre diferents paràmetres de la sostenibilitat del sistema. Dues línies d'actuació, en particular, semblen centrals. La primera és reduir l'economia submergida i millorar, així, la recaptació pública. Una segona via que suscita consens és el bloc de mesures estructurals destinades a millorar el creixement potencial, en particular les que permetrien disposar d'un mercat laboral més eficient i d'un capital humà més ajustat a les demandes futures, dos aspectes que, en última instància, haurien de facilitar una taxa d'ocupació més alta (un dels factors que, com hem vist més amunt, està directament vinculat a la despesa en pensions).

Al costat de les anteriors, hi ha un altre bloc de mesures de caràcter més directe, ja que actuen sobre paràmetres del sistema de pensions. Es tracta de qüestions que, d'una forma o d'una altra, han integrat moltes de les reformes dels països avançats des del 2007 i que inclouen decisions per facilitar l'ajornament de l'edat efectiva de jubilació o la introducció de mecanismes d'ajust automàtics per millorar la sostenibilitat financera del sistema. Sense negar que tots ells són temes rellevants, i que probablement estaran sobre la taula, no esgoten, al nostre judici, els aspectes sobre els quals cal reflexionar. En particular, tres àrees haurien de ser també objecte d'atenció, i per aquest motiu rebran l'atenció de la resta d'articles d'aquest Dossier: la necessària flexibilització de la noció de vida laboral després de la jubilació, la discussió sobre les fonts de finançament del sistema i el recurs imprescindible a instruments d'estalvi a llarg termini privats.

Deia Woody Allen que a tots ens interessa el futur, ja que és on viurem la resta de les nostres vides. Com gairebé sempre, embolicat en una forma desenfadada, hi ha un fons profund i rellevant. Com s'ha tractat d'argumentar, debatre sobre les pensions no deixa de ser plantejar-se com desitgem viure, treballar, produir i consumir en un futur que, tot i que sembli llunyà, no deixa d'estar molt a la vora en termes històrics i generacionals. Els articles que segueixen, com aquest mateix, tracten de fer visibles aspectes d'aquest futur que confluiran en l'esdevenidor de les pensions. Confiem que, d'una forma o d'una altra, siguin contribucions que ajudin a encarrilar en les coordenades correctes un debat ineludible.

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

3. Hernández de Cos, P. *et al.* (2017), «El sistema públic de pensions a Espanya: situació actual, reptes i alternatives de reforma», Documents Ocasionals, núm. 1.701, Banc d'Espanya.

# Vides més longeves, jubilacions més actives

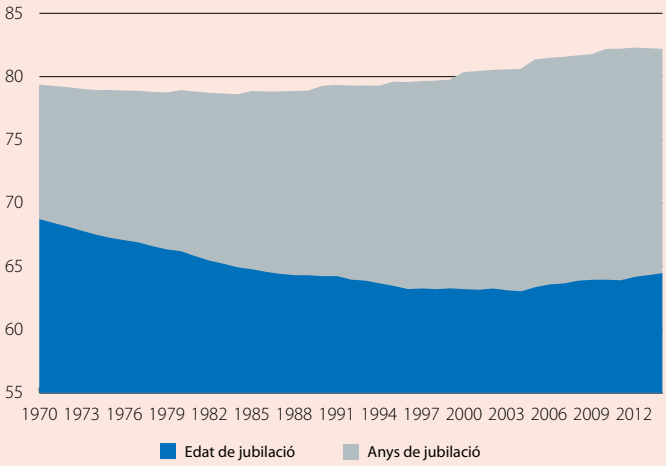
Sent que li falta temps en el dia a dia per fer tot allò que desitja? No es preocupi, perquè, tot i que li sorprengui, l'esperança de vida creix cada dia en unes quatre hores.[1] L'augment de la longevitat ha estat i continuarà sent de tal magnitud que mereix una reflexió especial en el context de les pensions i de l'organització de la vida laboral.

L'augment de l'esperança de vida des de la implementació del primer sistema públic de pensions a Espanya, el Retir Obrer Obligatori el 1919, ha estat molt significatiu. En aquell temps, l'esperança de vida en néixer era de 42 anys per a les dones i de 40 anys per als homes, i amb prou feines un terç de cada generació arribava als 65 anys, l'edat en què es va establir la jubilació. El 2015, l'esperança de vida a Espanya va assolir els 85 anys per a les dones i els 80 anys per als homes. A més a més, més del 90% de cada generació viu més de 65 anys.

Està previst que l'esperança de vida continuï augmentant de manera substancial en els propers anys. Malgrat que hi ha una gran incertesa sobre l'augment de la longevitat que s'acabarà produint, atès que dependrà, per exemple, dels futurs avanços mèdics, estudis recents apunten a la possibilitat que l'esperança de vida femenina als països avançats pugui superar els 90 anys el 2030, una millora que es considerava difícilment assolible fa pocs anys.[2] Per al cas particular d'Espanya, es preveu que l'esperança de vida assoleixi els 87,4 anys per a les dones i els 82,3 anys per als homes el 2030. La major part de l'augment de la longevitat es produirà gràcies a la mortalitat més tardana dels individus més grans de 65 anys.

***Edat de jubilació i anys de jubilació mitjana a l'OCDE***

*(Anys)*




***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat (2015), «Pensions at a Glance».*

A més a més, l'augment de l'esperança de vida va acompanyat d'un augment dels «anys de vida saludable». Segons l'OCDE, al voltant de la meitat de l'esperança de vida a partir dels 65 anys serà amb bona salut.[3] Aquesta millora de l'esperança de vida i de la qualitat de vida no significa que no hi hagi importants diferències a nivell individual, resultat de factors com els hàbits de vida o l'exposició a factors de risc per a la salut. Un exemple d'aquestes disparitats és la diferència en esperança de vida entre individus amb diferents nivells educatius. Per exemple, els homes de 65 anys amb un nivell d'educació superior tenen una esperança de vida de 3,5 anys més que els homes amb un nivell educatiu inferior a la secundària obligatòria.[4]

Els canvis substancials en la longevitat no han anat acompanyats de canvis equivalents en l'edat de jubilació. De fet, entre el 1970 i mitjan anys 2000, l'edat mitjana de jubilació va disminuir, en part, a causa de l'ús generalitzat de les prejubilacions, i només s'ha revertit la tendència en l'última dècada. Conseqüentment, el nombre d'anys que una persona està jubilada ha augmentat: als països de l'OCDE, els homes han passat d'estar jubilats 11 anys de mitjana el 1970 a estar-ho 18 anys el 2013 (vegeu el primer gràfic). Només en alguns països, com Dinamarca, s'ha establert que l'edat de jubilació vagi augmentant de forma automàtica amb els avanços en l'esperança de vida.

L'augment de la longevitat acompanyat en molts casos d'un bon estat de salut, ha ampliat les activitats que poden dur a terme els individus d'edats avançades. Una és poder treballar amb un bon estat de salut més temps. En part ja està succeint, ja que la participació laboral dels individus d'edats més avançades ha augmentat i està previst que ho segueixi fent (vegeu el Focus «Els mercats de treball de la zona de l'euro després de la crisi: *reality check*», en l'IM11/2016). No obstant això, aquest augment és infe-

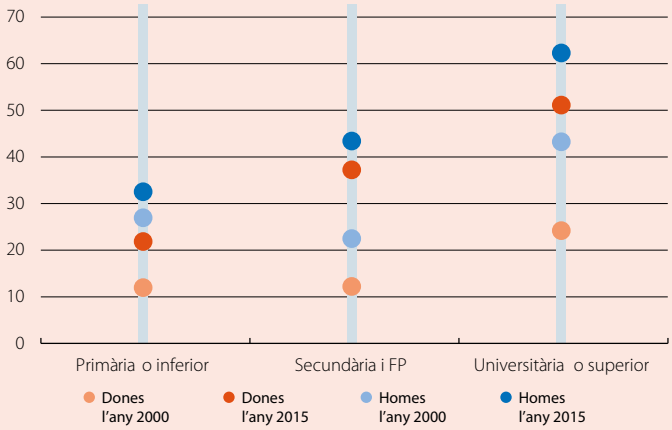
1. L'augment diari de l'esperança de vida en néixer previst, segons Eurostat, a Espanya entre el 2015 i el 2030 és de 4,2 hores per als homes i de 3,4 hores per a les dones.
2. Kontis *et al.* (2017), «Future life expectancy in 35 industrialised countries: projections with a Bayesian model ensemble», The Lancet.
3. OECD (2015), «Health at a glance».
4. Murtin, F. *et al.* (2017), «Inequalities in longevity by education in OECD countries: Insights from new OECD estimates», OECD Statistics Working Papers.

rior a allò que la millora de les condicions de salut permetria. Per exemple, Wise i els seus coautors han estimat que, si els treballadors entre els 55 i els 69 anys treballessin el 2010 igual que ho feien el 1995 els treballadors amb el mateix nivell de salut, podrien treballar uns 1,7 anys més de mitjana als 12 països avançats analitzats.[5]

Un altre factor que facilita l'allargament de la vida laboral és el canvi tecnològic que s'està produint, ja que redueix la penalitat i l'esforç físic requerit en moltes feines. D'una banda, les innovacions tecnològiques permeten reduir les limitacions físiques que poden posar fi a la vida laboral. De l'altra, les noves tecnologies, com la robotització, comporten un augment de la productivitat de l'ocupació. Els treballadors d'edats avançades que se'n beneficiïn (en general, els de major nivell educatiu) podran augmentar la productivitat i allargar la participació laboral.

***Taxa d'ocupació de les persones entre 60 i 64 anys per nivell educatiu***

*(% de la poblacio en edat laboral)*




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

No obstant això, la tecnologia i els canvis demogràfics, entre altres factors, no han afectat per igual la població d'edat avançada que pot treballar. Una mostra de l'augment d'aquesta heterogeneïtat és el canvi en la taxa d'ocupació per nivell d'educació de la població d'edats avançades entre el 2000 i el 2015 (vegeu el segon gràfic). La probabilitat que alguns treballadors continuïn treballant més enllà d'una certa edat és diferent en funció del nivell educatiu o de l'ocupació, però les diferències han augmentat. Mentre que un professor universitari pot continuar fent classes més enllà d'una certa edat i la seva major experiència pot ser beneficiosa, per a altres professions que requereixin un esforç físic, allargar la vida laboral és menys factible. No obstant això, el sistema de pensions està dissenyat de manera gairebé binària, es passa del treball a temps complet a la jubilació a temps complet per a tots els treballadors, reflex d'una situació passada en què el retir era més imposat per restriccions físiques que per una decisió individual.

En aquest sentit, seria desitjable que es flexibilitzés la divisió entre vida activa i jubilació, perquè les persones que ho desitgin ho puguin compaginar. Per exemple, els sistemes de pensions poden tenir una major flexibilitat que permeti treballar i estar jubilat sense penalització econòmica. L'evidència empírica mostra que, si es disposa d'incentius econòmics per continuar treballant més enllà de la jubilació, molts treballadors ho fan.[6]

D'altra banda, perquè la participació laboral de la població de més edat augmenti, cal també reduir les barreres a l'ocupació, reconeixent la capacitat de les persones més grans a contribuir a la societat com a treballadors i donant-los la flexibilitat necessària perquè ho puguin fer. Finalment, també és important millorar l'ocupabilitat dels treballadors d'edat avançada. En aquest sentit, serà imprescindible fomentar la formació contínua dels treballadors, en particular en un context de canvi tecnològic.

L'augment de la longevitat comporta importants reptes per als països avançats, com el finançament del sistema de pensions (vegeu l'article «Vies de finançament de les pensions», en aquest mateix Dossier) o l'estalvi a llarg termini (vegeu l'article «Estalvi privat per a la jubilació: un complement per a les pensions públiques», en aquest mateix Dossier). Però, com hem vist, també augmenta la seva capacitat de resposta. La generació que neixi demà disposarà de quatre hores més de vida, el repte com a societat és proposar-los solucions perquè les puguin viure millor.

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

5. Wise, D., Coile, C. i Milligan, K. (2016), «Social Security and Retirement Programs around the World: the Capacity to Work at Older Ages», NBER Working Papers, núm. 21.939.
6. Gruber, J. i Wise, D. (2004), «Social Security and Retirement Programs around the World: Micro Estimation», University of Chicago Press.

# Vies de finançament de les pensions

L'augment significatiu de la longevitat i, en conseqüència, de la proporció de la població en edat de jubilació planteja reptes per al sistema públic de pensions. En aquest article, analitzem com es finança el sistema de la Seguretat Social i plantegem possibles millores en l'àmbit dels ingressos encaminades a apuntalar el sistema de pensions a Espanya.

Actualment, el Sistema de la Seguretat Social es finança, principalment, mitjançant cotitzacions socials, les quals representen el 85% del total dels ingressos del sistema. La resta d'ingressos provenen dels pressupostos generals i són destinats a sufragar la despesa de les anomenades pensions no contributives,[1] de manera que la seva incidència sobre el compte de resultats de la Seguretat Social és nul·la.

El finançament de les pensions mitjançant cotitzacions socials és comú als països europeus i és la característica principal dels sistemes de pensions contributius. A Espanya, les cotitzacions socials representen l'11,4% del PIB, un nivell una mica inferior als de França (el 16,9%), Itàlia (el 13,1%) i Alemanya (el 14%). Cal destacar que, en aquests països, la despesa pública en pensions és una mica superior a la d'Espanya, com també ho és la pressió fiscal en conjunt.

### *Sistema tributari a Europa*

*(% del PIB)*

| | Ingressos fiscals | Dels quals: cotitzacions socials |
|---|---|---|
| Àustria | 43,5 | 14,8 |
| Bèlgica | 44,8 | 14,3 |
| Finlàndia | 44,0 | 12,7 |
| França | 45,5 | 16,9 |
| Alemanya | 36,9 | 14,0 |
| Grècia | 36,8 | 10,7 |
| Itàlia | 43,3 | 13,1 |
| Noruega | 38,1 | 10,4 |
| Portugal | 34,5 | 9,0 |
| Espanya | 33,8 | 11,4 |
| Suècia | 43,3 | 9,8 |

***Nota:*** *Dades de 2015.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

Atès el caràcter contributiu del sistema de pensions a Espanya i l'aposta ferma del Pacte de Toledo perquè això es mantingui, quines opcions hi ha per obtenir ingressos addicionals que permetin contenir la reducció de la taxa de substitució de les pensions?[2]

Una primera opció passa per plantejar un increment dels ingressos per cotitzacions socials. Aquest augment es pot dur a terme de les formes següents: augmentant el nombre de persones que contribueixen al sistema, incrementant la cotització efectiva per treballador o una combinació de les dues.

L'augment del nombre de persones que contribueixen al sistema es pot aconseguir centrant els esforços en la creació de més creixement i de més ocupació i en la incentivació de la participació laboral. El 2016, la taxa d'atur es va situar en el 19,6%, una xifra molt superior a la mitjana de la UE-28 (el 8,5%). En aquest sentit, una taxa d'atur propera al nivell mitjà de la UE-28 permetria reduir el dèficit actual de la Seguretat Social gairebé fins a l'equilibri pressupostari. No obstant això, a mitjà termini, si es vol minimitzar la reducció de la taxa de substitució, cal buscar mesures que vagin més enllà de la millora del mercat laboral, atès que l'envelliment previst de la població comportarà que el nombre de pensionistes sigui cada vegada major en relació amb el nombre d'ocupats, tal com s'exposa a l'article «La reforma del sistema de pensions: un debat ineludible», d'aquest mateix Dossier.[3]

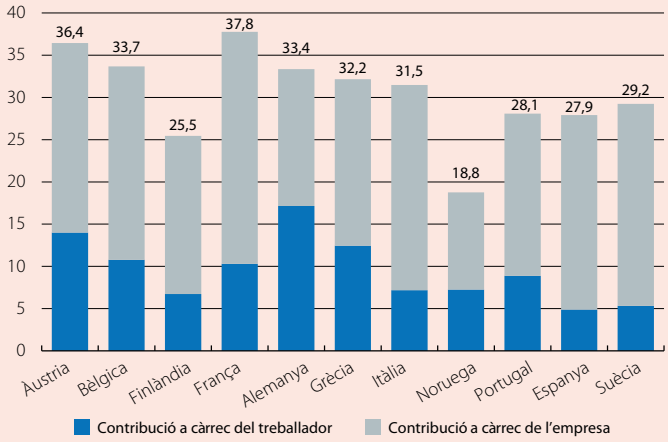
En aquest sentit, és útil explorar l'altra via que permet incrementar els ingressos: un increment en la contribució per treballador. Hi ha diferents fórmules que permeten assolir aquest objectiu: augmentar el tipus impositiu, suprimir els topalls salarials de cotització o limitar l'ús de bonificacions i d'exempcions a col·lectius específics que tinguin problemes d'ocupabilitat. Cap d'aquestes fórmules, però, està lliure de controvèrsia. El principal inconvenient, i que les afecta totes, és que un augment en els ingressos per cotitzacions socials incrementa els costos laborals, la qual cosa faria menys competitives les empreses espanyoles i podria tenir conseqüències negatives sobre l'ocupació.

1. Les pensions no contributives d'invalidesa i de jubilació es reconeixen a les persones que, trobant-se en una situació de necessitat concreta, no tenen prou recursos per a la seva subsistència i són independents de les cotitzacions socials.
2. La taxa de substitució es defineix com el percentatge d'ingressos en la jubilació en relació amb els ingressos previs com a treballadors en actiu.
3. Vegeu també el Dossier «El repte demogràfic», a l'IM10/2015.

Atès el marge d'actuació limitat sobre els ingressos per cotitzacions socials i els problemes que s'hi associen, es debat fins a quin punt es podria finançar una part de les pensions per la via dels impostos. En la mesura que determinades pensions que es financen ara mitjançant les cotitzacions socials tenen més aviat un caràcter assistencial, seria raonable pensar que aquestes últimes es podrien finançar a través dels pressupostos generals i formar part de les anomenades pensions no contributives. En aquest sentit, seria possible restringir el concepte de pensió contributiva a les pensions de jubilació, que, actualment, representen el 71% del total de la despesa en pensions contributives, i finançar la resta de pensions (viduïtat i orfandat, essencialment) per la via dels pressupostos generals de l'Estat. Això permetria disminuir la càrrega actual de despesa del Sistema de Seguretat Social en, aproximadament, 20.000 milions d'euros.

***Contribucions a la Seguritat Social***

*(% dels costos laborals)*




***Nota:*** *Dades de 2015.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.*

No obstant això, cal tenir en compte que una simple transferència de compromisos de despesa d'un pressupost a un altre no resoldria el problema de fons. Per poder finançar aquestes pensions, seria necessari augmentar la pressió fiscal o reduir altres despeses en els pressupostos generals.

En aquest sentit, hi ha diferents línies d'actuació. Una de les possibles alternatives és una reforma tributària que ampliï les bases imposables mitjançant l'eliminació de desgravacions i d'exempcions fiscals. Paral·lelament, la recaptació podria augmentar redoblant els esforços per minimitzar l'economia submergida, que, a Espanya, s'estima al voltant del 18,5% del PIB,[4] molt per damunt d'Alemanya (el 13,3%), França (el 10,8%) o el Regne Unit (el 9,6%). En conseqüència, una reducció de l'economia submergida a Espanya fins als nivells d'Alemanya permetria aflorar una recaptació entre 17.000 i 20.000 milions d'euros, xifra similar al dèficit actual de la Seguretat Social.

En definitiva, malgrat que no hi ha solucions màgiques per millorar el sistema de finançament de les pensions, es disposa d'un marge d'actuació considerable. L'avaluació de les diferents opcions és imprescindible per poder escollir el millor camí.

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

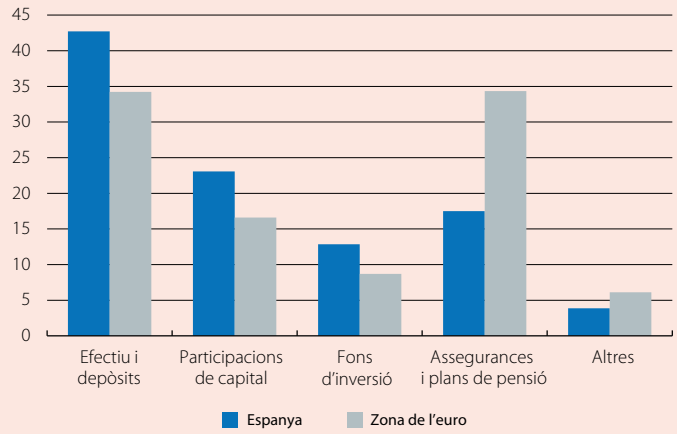
4. Dades del 2014. Vegeu Schneider, F., Raczkowski, K. i Mróz, B. (2015), «Shadow economy and tax evasion in the EU», Journal of Money Laundering Control.

# Estalvi privat per a la jubilació: un complement per a les pensions públiques

La reforma dels sistemes públics de pensions és un dels temes que, actualment, suscita més debat als països desenvolupats. En aquest context, un finançament complementari de la jubilació mitjançant l'estalvi privat apareix sempre com una de les vies per reduir la pressió sobre els sistemes públics de pensions. De fet, els plans de pensions privats ja compleixen un paper important de canalització de l'estalvi per a la jubilació a molts països.

### *Estructura de l'estalvi financer de les llars*

*(% dels actius financers)*




***Nota:*** *Dades del 3T 2016.*
***Font:*** *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i d'Eurostat.*

El seu pes a Espanya, però, encara se situa per sota d'altres països del nostre entorn. Els comptes financers corresponents al 3T 2016 indiquen que els plans de pensions i les assegurances d'estalvi –instruments específics d'estalvi per a la jubilació– representaven el 18% del total dels actius financers de les famílies, en comparació del 34% per al conjunt de la zona de l'euro. El pes dels fons d'inversió i de les accions, però, era 10 p. p. superior a Espanya (el 36% *vs.* el 26%). El vehicle preferit d'estalvi financer continua sent, de tota manera, els dipòsits, tant a Espanya com a la zona de l'euro (vegeu el gràfic).

En els actius de les famílies espanyoles també destaca la preponderància de l'habitatge i dels immobles en general. Així, la proporció de llars que posseeixen el seu habitatge principal en règim de propietat assoleix el 83% a Espanya, un percentatge notablement superior al 61% observat a la zona de l'euro i gairebé el doble del 44% d'Alemanya. Si afegim els altres béns immobles en propietat, com la segona residència, per exemple, la proporció de llars espanyoles propietàries d'un immoble supera el 87%.[1]

Un resultat que pot semblar sorprenent és que el percentatge de llars espanyoles amb plans de pensions o amb assegurances d'estalvi gairebé no va canviar entre el 2005 i el 2014. De fet, es va reduir lleugerament del 29% al 26%. Segurament, això és degut a la crisi econòmica (per exemple, destaca la reducció del percentatge de llars amb plans de pensions en què el cap de família és autònom), i, per tant, és probable que, en els dos últims anys, en un context de recuperació econòmica i de tipus d'interès baixos, aquesta tendència s'hagi invertit.

Com en altres països, la subscripció a plans de pensions privats tendeix a créixer amb l'edat. A Espanya, el 31% de les llars amb un cap de família entre els 35 i els 44 anys compta amb un pla o una assegurança d'estalvi, i el percentatge augmenta gairebé fins al 40% a partir d'aquesta edat i fins als 65 anys. En general, se sol començar tard i es tendeix a estalviar poc, la qual cosa limita l'aportació complementària que pot oferir l'estalvi privat durant la jubilació. En concret, demorar l'inici de l'estalvi per a la jubilació té un cost important, ja que es perd l'efecte multiplicador que aporta l'interès compost. Això queda il·lustrat amb un exemple ben senzill. Aportacions de 3.000 euros anuals (amb un increment anual del 2%, que ajustaria, aproximadament, per la inflació) durant 40 anys i amb un rendiment mitjà del 5% anual (assolible si una part de la cartera d'estalvi està invertida en renda variable) ens reportarien un capital, de cara a la jubilació, de 507.355 euros. En canvi, si es decidís començar a fer aportacions més tard però de més import, el resultat final seria clarament inferior: aportacions equivalents a 6.000 euros anuals a dia d'avui (també amb increments anuals del 2%), començant en 20 anys i durant 20 anys, es convertirien en 364.270 euros.

Planificar la jubilació amb prou antelació és especialment important en un context com l'actual de tipus d'interès baixos. Un horitzó perllongat per a la planificació permet dedicar una proporció més elevada de l'estalvi a actius que ofereixen, a llarg termini, una millor combinació de rendibilitat esperada i de risc, com la renda variable.

1. Banc Central Europeu (2016), «Eurosystem Household Finance and Consumption Survey».

La parcel·la de la ciència econòmica que se centra en l'estudi del comportament de les persones, coneguda com *behavioral economics*,[2] identifica tres conductes que influeixen en la presa de decisions dels individus i que poden explicar la falta de disciplina estalviadora. Primer, els individus solem demorar les decisions que no comporten un benefici a curt termini i que, en canvi, són difícils de prendre. Aquesta conducta és coneguda com procrastinació. També s'ha demostrat que, en molts casos, subestimem la importància d'una bona planificació del futur, la qual cosa és coneguda com una actitud miop. Finalment, la literatura acadèmica ha demostrat que solem prendre moltes decisions de forma inercial i que, sovint, ens costa modificar el nostre patró de conducta. La procrastinació, la miopia i la inèrcia són tres trets de la conducta humana que, aplicats al cas de l'estalvi a llarg termini, ajuden a entendre per què, en molts casos, triguem massa a començar a estalviar per a la nostra pensió i que, quan ho fem, no hi destinem prou recursos.

Per estimular l'adhesió a plans privats, la majoria de països ofereixen incentius fiscals que permeten, per exemple, descomptar les aportacions de la base imposable de l'impost sobre la renda –fins a un límit– i diferir la tributació sobre aquesta porció de renda i els seus rendiments fins al moment del cobrament durant la jubilació. Alguns països, però, han anat més enllà i han optat per la implementació d'un sistema de pensió privat obligatori o gairebé obligatori, que imposa un nivell d'aportació mínim obligat. Una alternativa més flexible que permet augmentar la disciplina estalviadora sense forçar l'estalvi són els plans de pensions automàtics (*automatic enrolment*). En aquests sistemes, les empreses tenen l'obligació d'inscriure els empleats en un fons de pensió i els treballadors poden modificar el nivell de les aportacions i, fins i tot, poden donar-se de baixa. Aquests plans automàtics van ser implementats, per exemple, als EUA, al Regne Unit, a Itàlia o a Nova Zelanda amb un impacte globalment positiu sobre la taxa d'estalvi de les llars. Un altre avantatge de la inscripció automàtica és que es tracta d'una reforma políticament més atractiva que imposar l'obligatorietat de les aportacions.

Una altra eina a la qual s'atorga cada vegada més importància perquè els ciutadans planifiquin de forma adequada la jubilació són els programes d'educació financera. En els últims anys, les principals organitzacions internacionals, com l'FMI, l'OCDE o el G-20, n'han destacat la importància i, al mateix temps, han alertat sobre el baix nivell de formació d'amplis segments de la població dels països avançats. En aquest sentit, destaca el Pla d'Educació Financera que, sota el lideratge de la CNMV i del Banc d'Espanya, es va engegar el 2008 a Espanya per millorar la cultura financera dels ciutadans i que té com a objectiu dotar-los dels coneixements bàsics i de les eines necessàries perquè gestionin les finances de forma responsable i informada.

En definitiva, en un context de pressions sobre els sistemes públics de pensions, és previsible que els plans privats guanyin importància com a font complementària d'ingressos durant la jubilació. En aquest sentit, mesures com els incentius fiscals, la creació automàtica de plans privats personals o l'educació financera poden ajudar a conscienciar les llars de la necessitat de planificar de manera adequada la jubilació d'acord amb les seves prioritats i amb les seves necessitats.

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

2. Vegeu Benartzi, S. i Thaler, R. H. (2013), «Behavioral Economics and the Retirement Savings Crisis», Science Magazine, vol. 339.

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