IM06

INFORME MENSUAL
NÚMERO 413 | JUNY 2017

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Preu del cru: el trencaclosques de l'impacte de la retallada de l'OPEP

ECONOMIA INTERNACIONAL
Reforma impositiva a la Trump

UNIÓ EUROPEA
Rastrejant la inflació subjacent: la cadena de formació de preus

ECONOMIA ESPANYOLA
El rating *del deute sobirà: sense pressa però sense pausa*

DOSSIER: TURISME: VIATJANT AL FUTUR

El turisme: un sector de pes a la cresta de l'onada

El turisme, un nou El Dorado *per a l'economia espanyola*

La qualitat de l'oferta turística: el repte de mantenir el lideratge

Turisme 2.0: oportunitats i reptes

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Juny 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 maig 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 *Preu del cru: el trencaclosques de l'impacte de la retallada de l'OPEP*

10 *Xina: la transició a la borsa i el comportament dels sectors de la nova economia*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Malàisia: la baula feble del Sud-est Asiàtic?*

16 *Reforma impositiva* a la Trump

18 UNIÓ EUROPEA

21 *Rastrejant la inflació subjacent: la cadena de formació de preus*

22 *La bretxa creixent de la productivitat entre empreses*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *La dependència del finançament extern de l'economia espanyola*

28 *Activitat immobiliària: una recuperació a dues velocitats*

29 *El* rating *del deute sobirà: sense pressa però sense pausa*

32 DOSSIER: TURISME: VIATJANT AL FUTUR

32 *El turisme: un sector de pes a la cresta de l'onada*
Jordi Singla

34 *El turisme, un nou* El Dorado *per a l'economia espanyola*
Josep Mestres Domènech

36 *La qualitat de l'oferta turística: el repte de mantenir el lideratge*
Judit Montoriol Garriga

38 *Turisme 2.0: oportunitats i reptes*
Roser Ferrer

Turisme: motor de creixement

Aquest mes dediquem el Dossier del nostre *Informe Mensual* a un dels sectors més importants de l'economia espanyola: el sector turístic. Un sector que aporta més de l'11% del producte interior brut i el 13% de l'ocupació del país, que ha estat un dels pilars de la recuperació econòmica dels últims anys i que es mantindrà com un dels motors del creixement de l'economia a mitjà i llarg termini... si el cuidem.

Les últimes xifres que ofereix el sector en mostren el dinamisme. Espanya ha rebut 20 milions de turistes internacionals en els quatre primers mesos del 2017, una xifra rècord que se situa el 10,3% per damunt de la dada del mateix període de l'any anterior. A aquest ritme, enguany, arribaran més de 83 milions de turistes, la qual cosa ens situarà a un pas de superar França com el primer país receptor de turisme de tot el món. Des del 2007, el nombre de turistes internacionals ha augmentat més del 40%. Per la seva banda, el turisme intern també comença a donar mostres de recuperació.

No hi ha dubte que, en els últims anys, el sector ha vist augmentar la demanda a conseqüència dels problemes de seguretat al nord d'Àfrica i a l'Orient Mitjà. Però les raons de l'èxit van molt més allà, tal com ho testifica el *ranking* que elabora el Fòrum Econòmic Mundial i que situa el sector turístic espanyol com el més competitiu del món, per davant de França i d'Alemanya. Les principals raons: una combinació única d'entorn natural i cultural i unes bones infraestructures de transport i de serveis turístics. Espanya repeteix primera posició en el *ranking*, tot i que fa pocs anys no apareixia en les primeres cinc posicions. Algú fa molt bé les coses.

En particular, el sector ha fet un esforç considerable per augmentar la qualitat de l'oferta, conscient dels avantatges que aporta la diferenciació. Actualment, més del 50% de les places hoteleres tenen una categoria de quatre o de cinc estrelles, les empreses del sector són més productives que les homòlogues europees i Espanya té més restaurants que mai a les llistes més prestigioses de llocs de pelegrinatge gastronòmic. Així i tot, encara hi ha marge per a una major consolidació del sector, tant en hoteleria com en restauració i en altres serveis turístics. Les empreses més grans del sector turístic –i, en general, de qualsevol altre sector– poden aprofitar més les economies d'escala, estan més professionalitzades, compten amb millors condicions de finançament, poden invertir més per desestacionalitzar l'activitat i ofereixen una ocupació de millor qualitat.

El sector té clares oportunitats de creixement a llarg termini que pot aprofitar. Es tracta, per la seva naturalesa, d'un sector de futur, ja que la proporció de la despesa que les llars dediquen a turisme sol créixer amb el nivell de renda. Els països emergents, per tant, molt probablement constituiran una font creixent de fluxos de turistes, tal com ho comencem a veure amb la Xina. D'altra banda, l'envelliment de la població europea i d'altres economies avançades impulsa una demanda molt atractiva, ja que es tracta de persones amb rendes relativament elevades i que viatgen fora dels períodes de màxima afluència turística. Finalment, les noves tecnologies també ofereixen un món d'oportunitats: per exemple, per millorar l'experiència del client facilitant ofertes d'experiències locals personalitzades.

Les noves tecnologies, precisament, i els nous models de negoci associats a elles són, a curt termini, un dels grans reptes per al sector. L'anomenada economia col·laborativa pot ajudar a millorar la competitivitat i a complementar l'oferta tradicional. L'assignatura urgent és desenvolupar un marc normatiu que ofereixi seguretat jurídica i unes regles de joc equilibrades per a tots els competidors i que promoguin un creixement sostenible del sector i una convivència harmònica entre residents i turistes.

Enric Fernández
Economista en cap
31 de maig de 2017

CRONOLOGIA

MAIG 2017

7 Emmanuel Macron és elegit president de França.
24 L'agència de qualificació Moody's rebaixa un graó el *rating* de la Xina, d'Aa3 a A1.
25 L'OPEP acorda l'allargament de la retallada de producció de petroli fins al març del 2018.

ABRIL 2017

16 Turquia ratifica la reforma constitucional amb un referèndum.
19 El parlament britànic aprova la celebració d'eleccions anticipades per al 8 de juny.

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.

AGENDA

JUNY 2017

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (maig).
7 Índex de producció industrial (abril).
8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
14 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
16 Enquesta trimestral del cost laboral (1T).
19 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (1T i abril).
20 Comerç exterior (abril).
22 Consell Europeu.
27 Execució pressupostària de l'Estat (maig).
29 Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (juny).
Avanç de l'IPC (juny).
30 Taxa d'estalvi de les llars (1T).
Balança de pagaments (1T i abril).
Posició d'inversió internacional neta (1T).

JULIOL 2017

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juny).
7 Índex de producció industrial (maig).
14 Comptes financers (1T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (maig).
20 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
21 Comerç exterior (maig).
26 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
27 Enquesta de població activa (2T).
28 Avanç de l'IPC (juliol).
Avanç del PIB (2T).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (juliol).
PIB dels EUA (2T).
31 Execució pressupostària de l'Estat (juny).
Balança de pagaments (maig).

Prossegueix l'ímpetu de l'activitat global

Continua la puixança del creixement global. L'activitat econòmica continua avançant a bon ritme tant a les economies avançades com a les emergents, tal com ho mostren els indicadors d'activitat i de sentiment més recents. Tot això avala l'escenari de CaixaBank Research, que preveu una acceleració del creixement mundial del 3,1% del 2016 al 3,5% el 2017. Cal destacar que la bonança macroeconòmica ha anat acompanyada de la prolongació del clima de placidesa als mercats financers: les borses han mostrat una evolució positiva, en particular en una Europa alleujada després de l'esvaïment del risc polític a França, i les volatilitats dels actius financers es mantenen molt baixes. L'única nota dissonant ha derivat de la volatilitat mostrada recentment pel petroli. Així i tot, esperem que el to inestable es vagi esvaint després de l'acord assolit pels països de l'OPEP i altres grans productors, com Rússia, per allargar la retallada de la producció fins al març del 2018. Tot plegat hauria de donar suport a una recuperació, tot i que molt gradual, del preu del cru.

No obstant això, els riscos globals continuen presents. A les economies avançades, caldrà continuar estant especialment atents (i això ja comença a ser un clàssic) a la incertesa política que regna als EUA. I és que tot el soroll que envolta l'Administració Trump, dia sí i dia també, és un focus d'inestabilitat constant que amenaça amb erosionar el suport del propi Partit Republicà a Trump. Així mateix, els dubtes creixents sobre la capacitat de la nova Administració de dur a terme les reformes promeses podrien implicar un ajust a la baixa de les expectatives reflacionistes dels inversors. Als emergents, destaquen els riscos relacionats amb els desequilibris macroeconòmics i polítics en països com el Brasil, Turquia o Sud-àfrica i l'elevat deute corporatiu xinès, que ha tornat al primer pla de l'actualitat després de la primera rebaixa del *rating* de la Xina per part de Moody's des del 1989.

Els EUA agafen impuls després de l'ensopegada del 1T. El creixement del PIB en el 1T (el 0,3% intertrimestral) mostra la pèrdua de ritme de l'economia nord-americana, llastada per una menor fermesa del consum privat. Així i tot, els indicadors recents d'activitat apunten a una acceleració notable de l'activitat en el 2T. En un context en què l'economia s'apropa a una situació de plena ocupació, la Fed ha adoptat un enfocament d'«ampolla mig plena» que fa prevaler aquests factors positius per damunt de la desacceleració del primer trimestre. Això incrementa les opcions d'una pujada del tipus d'interès al juny i dóna suport a la continuïtat del procés de normalització monetària.

L'expansió de l'economia europea es consolida. El PIB de la zona de l'euro va créixer un notable 1,7% interanual en el 1T 2017, i els indicadors de sentiment es consoliden en una zona clarament expansiva. Atès aquest munt de dades positives, CaixaBank Research ha revisat a l'alça les previsions de creixement de l'economia europea per al 2017. Cal destacar que la recuperació és força generalitzada, tot i que tres països han destacat en especial en el primer tram de l'any per les seves dades excel·lents: Portugal, Espanya i Alemanya. Aquest escenari positiu tindrà continuïtat en els propers trimestres, gràcies a la solidesa de la demanda domèstica, a la recuperació gradual del mercat laboral i a unes condicions financeres que es mantindran acomodatícies. Així i tot, seria desitjable que les perspectives favorables a curt termini no generessin una complaença excessiva i que, en canvi, es promoguin les reformes necessàries perquè el creixement sigui durador i equilibrat. En aquest sentit, una de les tasques pendents és aprofundir en la integració europea, un procés que podria recuperar el vigor després de l'elecció de l'europeista Emmanuel Macron com a president francès. El *brexit* és un factor de risc per a aquesta integració, però s'espera que les autoritats de la UE aprofitin totes les seves habilitats diplomàtiques i tota la seva capacitat negociadora per assolir un acord amb el Regne Unit que garanteixi una transició suau i ordenada.

L'economia espanyola guanya tracció. Es va confirmar el notable creixement del 1T (el 0,8% intertrimestral i el 3,0% interanual), i els indicadors d'activitat més recents no mostren signes de desacceleració, sinó més aviat el contrari. El bon funcionament dels tres últims anys comença a donar els seus fruits: en el 2T, el PIB ha recuperat el nivell precrisi. Espanya creix amb fermesa gràcies a factors tant externs com a interns. Així, l'economia es beneficia de la recuperació de la zona de l'euro, d'un preu del petroli que es manté en cotes relativament moderades i d'unes condicions financeres favorables. A més a més, cal afegir l'efecte positiu de les reformes estructurals dels últims anys. Cal destacar que la composició del creixement és més equilibrada que en l'anterior etapa expansiva. D'una banda, la demanda interna manté el vigor, amb una contribució de 2,2 p. p. al creixement interanual del PIB en el 1T 2017. Un esment especial mereix la recuperada embranzida de la inversió empresarial, que ha compensat amb escreix la suavització de l'avanç del consum privat. De l'altra, la contribució de la demanda externa va ser de 0,8 p. p., gràcies al dinamisme de les exportacions.

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	3,4	3,1	3,5	3,6	3,1	3,3	3,4	3,5	3,5	3,5
Països desenvolupats	*2,1*	*1,7*	*2,0*	*2,0*	*1,7*	*1,9*	*2,0*	*2,1*	*2,0*	*2,0*
Estats Units	2,6	1,6	2,2	2,4	1,7	2,0	2,0	2,3	2,1	2,2
Zona de l'euro	1,9	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7	1,9	1,9	1,9
Alemanya	1,5	1,8	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,7	1,9	1,9
França	1,0	1,1	1,4	1,6	0,9	1,2	1,0	1,5	1,7	1,6
Itàlia	0,7	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	0,9
Portugal	1,6	1,4	2,5	1,8	1,7	2,0	2,8	2,8	2,3	2,0
Espanya	3,2	3,2	3,1	2,5	3,2	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0
Japó	1,1	1,0	1,4	0,9	1,1	1,7	1,6	1,4	1,3	1,2
Regne Unit	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,9	2,0	1,7	1,5	1,1
Països emergents	*4,2*	*4,1*	*4,5*	*4,8*	*4,1*	*4,3*	*4,5*	*4,5*	*4,6*	*4,6*
Xina	6,9	6,7	6,6	6,1	6,7	6,8	6,9	6,6	6,5	6,4
Índia	7,5	7,9	7,0	7,6	7,5	7,0	6,1	7,1	7,3	7,6
Indonèsia	4,9	5,0	5,3	5,5	5,0	4,9	5,0	5,2	5,4	5,5
Brasil	–3,8	–3,6	0,7	2,1	–2,9	–2,5	–1,1	0,3	1,1	2,3
Mèxic	2,7	2,3	1,8	2,1	2,0	2,3	2,3	2,0	1,5	1,3
Xile	2,3	1,6	1,9	2,6	1,8	0,5	1,5	1,9	2,1	2,2
Rússia	–2,8	–0,2	1,3	1,6	–0,4	0,3	0,5	0,9	1,6	1,9
Turquia	6,0	2,9	2,5	3,0	–1,3	3,5	1,3	2,0	3,2	3,3
Polònia	3,9	2,7	3,5	3,1	2,2	2,9	4,1	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	3,4	2,7	2,9	3,2	3,2	3,4	3,8
Països desenvolupats	*0,3*	*0,8*	*1,9*	*1,9*	*0,7*	*1,2*	*1,9*	*1,8*	*2,0*	*1,9*
Estats Units	0,1	1,3	2,3	2,3	1,1	1,8	2,5	2,2	2,3	2,1
Zona de l'euro	0,0	0,2	1,8	1,6	0,3	0,7	1,8	1,7	1,9	1,8
Alemanya	0,1	0,4	1,9	1,7	0,4	1,0	1,9	2,0	2,0	1,8
França	0,1	0,3	1,7	1,6	0,4	0,7	1,5	1,3	2,0	1,8
Itàlia	0,1	0,0	1,5	1,4	–0,1	0,2	1,4	1,7	1,6	1,5
Portugal	0,5	0,6	1,7	1,6	0,7	0,8	1,4	1,8	1,7	1,7
Espanya	–0,5	–0,2	2,0	1,4	–0,2	1,0	2,7	2,1	1,9	1,3
Japó	0,8	–0,1	0,6	1,0	–0,5	0,3	0,3	0,5	1,0	0,7
Regne Unit	0,0	0,7	2,6	2,6	0,7	1,2	2,1	2,5	2,9	3,0
Països emergents	*4,7*	*4,4*	*4,6*	*4,5*	*4,3*	*4,1*	*4,2*	*4,3*	*4,4*	*5,3*
Xina	1,4	2,0	2,1	2,3	1,7	2,2	1,4	2,0	2,1	3,0
Índia	4,9	4,9	4,9	5,4	5,2	3,7	3,6	3,7	6,2	6,0
Indonèsia	6,4	3,5	4,0	4,5	3,0	3,3	3,6	4,2	3,9	4,1
Brasil	9,0	8,8	4,2	4,3	8,7	7,1	4,9	3,9	3,6	4,5
Mèxic	2,7	2,8	5,2	3,6	2,8	3,2	5,0	5,5	5,4	5,0
Xile	4,3	3,8	2,9	3,1	3,5	2,8	2,8	2,8	2,9	3,0
Rússia	15,5	7,1	4,3	4,6	6,8	5,7	4,6	4,2	4,2	4,1
Turquia	7,7	7,8	10,0	7,9	8,0	7,6	10,2	11,0	10,0	8,8
Polònia	–0,7	–0,2	2,0	2,3	–0,4	0,4	1,7	2,0	2,1	2,1
Sud-àfrica	4,6	6,3	5,9	5,5	6,0	6,6	6,3	5,7	5,6	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	2,3	2,1	3,0	3,0	2,5	2,3	2,4	2,1
Consum de les AP	2,0	0,8	0,7	0,8	0,8	0,0	0,1	1,0	0,7	1,1
Formació bruta de capital fix	6,0	3,1	4,5	3,7	2,6	2,2	3,8	3,7	5,0	5,4
Béns d'equipament	8,9	5,1	5,7	3,8	4,3	2,7	5,0	4,6	5,9	7,1
Construcció	4,9	1,9	3,5	3,6	1,6	1,9	3,0	3,0	3,9	4,2
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,3	2,8	2,4	2,1	2,5	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4
Exportació de béns i serveis	4,9	4,4	7,9	4,6	2,9	4,4	8,4	6,3	9,0	8,0
Importació de béns i serveis	5,6	3,3	6,4	3,6	1,0	2,3	6,4	4,7	7,8	6,9
Producte interior brut	**3,2**	**3,2**	**3,1**	**2,5**	**3,2**	**3,0**	**3,0**	**3,0**	**3,1**	**3,0**
Altres variables										
Ocupació	3,0	2,9	2,5	2,2	2,9	2,7	2,5	2,5	2,4	2,7
Taxa d'atur (% pobl. activa)	22,1	19,6	17,5	16,1	18,9	18,6	18,8	17,7	16,8	16,8
Índex de preus de consum	–0,5	–0,2	2,0	1,4	–0,2	1,0	2,7	2,1	1,9	1,3
Costos laborals unitaris	0,2	–0,4	0,5	1,2	–0,3	–0,2	–0,1	0,3	0,6	1,1
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,4	2,0	1,8	1,6	1,8	2,0	2,1	2,1	2,0	2,0
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	2,0	2,2	2,4	2,2	2,2	2,1	2,3	2,7	2,6	2,6
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–5,1	–4,3	–3,1	–2,4						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,26	0,51	1,18	1,94	0,50	0,55	0,79	1,08	1,33	1,50
Líbor 3 mesos	0,32	0,74	1,34	2,16	0,79	0,92	1,07	1,23	1,44	1,64
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	1,94	2,59	1,46	1,62	1,75	1,83	2,00	2,17
Deute públic a 2 anys	0,67	0,84	1,52	2,63	0,72	1,00	1,23	1,32	1,61	1,89
Deute públic a 10 anys	2,13	1,84	2,58	3,41	1,56	2,13	2,44	2,37	2,62	2,87
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	–0,10	0,05	–0,05	–0,07	–0,10	–0,12	–0,10	–0,07
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,24	–0,58	–0,69	–0,29	–0,64	–0,71	–0,78	–0,73	–0,65	–0,58
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,10	0,46	0,85	–0,12	0,11	0,34	0,37	0,53	0,62
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,11	1,08	1,10	1,12	1,08	1,07	1,08	1,08	1,09
¥/€	134,33	120,30	122,76	127,10	114,26	117,96	121,05	121,41	123,10	125,47
£/€	0,73	0,82	0,86	0,85	0,85	0,87	0,86	0,85	0,86	0,87
PETROLI										
Brent ($/barril)	53,64	45,04	55,70	61,71	46,98	51,13	54,68	53,60	56,50	58,00
Brent (€/barril)	48,33	40,73	51,65	56,05	42,09	47,46	51,35	49,63	52,25	53,37

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

Previsions

CONJUNTURA · Placidesa als mercats després de la victòria de Macron

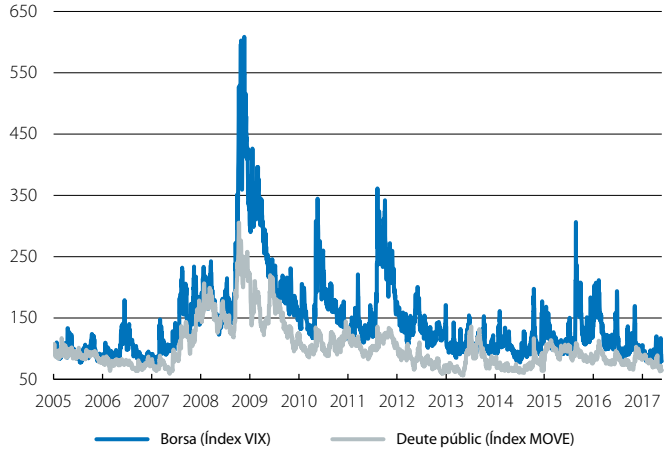
El clima de placidesa de l'entorn financer global es perllonga. En general, els actius amb risc (borses i bons corporatius) han presentat una evolució positiva en el còmput mensual, en especial a Europa. Les volatilitats dels actius financers han continuat baixant, fins a situar-se en nivells no vistos en molt temps. El principal catalitzador d'aquesta dinàmica ha estat el desenllaç favorable de les eleccions franceses, que ha comportat el tancament d'un risc de cua important per al funcionament de la zona de l'euro. Altres factors que també han contribuït de forma favorable han estat la intensificació del *momentum* del creixement a la zona de l'euro i el balanç positiu de la campanya de beneficis del 1T 2017. Les notes dissonants han estat les primeres matèries, que han mostrat un to inestable, i el Brasil. Els actius brasilers van ser sacsejats, en l'últim tram de maig, pel rebrot de la inestabilitat política. Així i tot, l'impacte d'aquest episodi és local i afecta, principalment, la borsa brasilera i el real.

Els factors de fons sobre els quals es basa aquest escenari de bonança es mantindran actius, tot i que amb matisos. La combinació de taxes d'inflació (realitzades i esperades) sota control i el suport dels bancs centrals han estat prolífics per sostenir la bona marxa dels mercats d'actius. Previsiblement, aquests factors continuaran presents a curt termini, però la seva contribució està cridada a esvair-se a mitjà termini, en especial a l'apartat dels bancs centrals. D'altra banda, sembla que les fonts de risc conegudes estan controlades. És a dir, l'auge creixent dels populismes o els temors a un aterratge forçós de l'economia xinesa. No obstant això, convé parar esment a les amenaces menys conegudes o a les emergents. La llista és llarga, però destaquen els senyals d'afebliment del cicle financer als EUA i les elevades valoracions de les borses en aquest país.

A l'apartat dels bancs centrals, la Reserva Federal (Fed) no altera les directrius, malgrat la feble dada del PIB en el 1T 2017. El comunicat oficial de l'última reunió de la Fed va adoptar un enfocament d'«ampolla mig plena». Tot i que la institució va constatar la mala dada de creixement en el 1T 2017 i la desacceleració recent de la inflació, va catalogar de «transitori» el primer desenvolupament. L'entitat també va emfatitzar que la inflació, malgrat la feblesa recent, es va mantenir al voltant del nivell objectiu (el 2%). La visió positiva del banc central sobre els fonaments i sobre els riscos de l'escenari macroeconòmic nord-americà suggereixen que la propera pujada de tipus podria tenir lloc al juny, tal com ho contemplen les previsions de CaixaBank Research, circumstància que va guanyar més pes després de la publicació de les actes de la reunió, les quals també van revelar informació sobre els propers passos en matèria de política de balanç. En particular, la majoria de membres de la

Volatilitat implícita als mercats financers

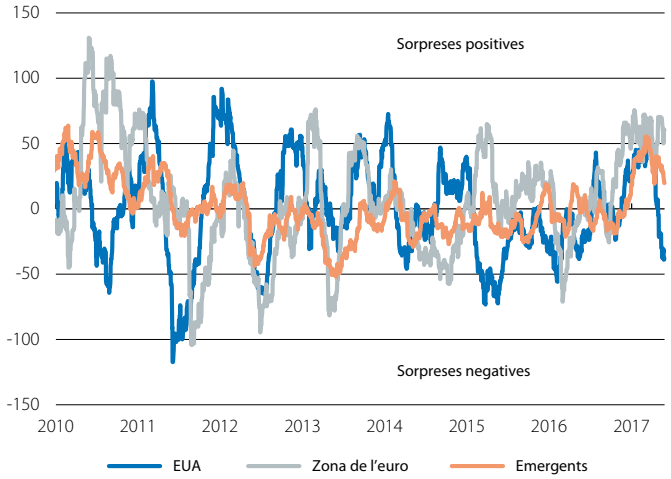
Índex (100 = gener 2005)



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

Índex de sorpreses econòmiques

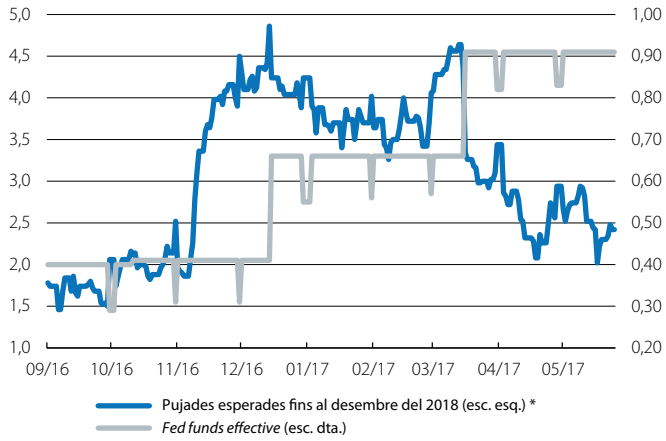
Índex



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

EUA: tipus d'interès fed funds effective *i pujades esperades*

(Nombre de pujades) *(%)*



Nota: ** Calculades a partir dels futurs del* fed funds. *S'assumeixen pujades de 25 p. b. cadascuna.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Fed van considerar apropiat posar fi a la reinversió de la cartera de bons enguany i adoptar un enfocament gradual en la seva execució. En aquest sentit, situem l'anunci d'aquest canvi en l'orientació del balanç de la Fed en el 4T 2017.

La tònica d'indefinició del mercat de deute públic nord-americà persisteix. Els missatges de fermesa transmesos per la Fed no van alterar gaire el mercat de bons sobirans. De fet, els bons a 10 anys van baixar fins al 2,20% i els bons a 2 anys, més subjectes a les expectatives dels tipus oficials, es van mantenir al voltant de l'1,30%. Diversos elements justifiquen l'atonia més recent de les rendibilitats del deute sobirà. D'una banda, els dubtes creixents sobre la capacitat de l'Administració Trump d'implementar l'agenda reformista. De l'altra, el pols de la inflació, una mica més feble del que s'havia anticipat. Els dubtes dels agents del mercat de bons també es reflecteixen en les expectatives dels tipus d'interès oficials. En aquest sentit, els futurs del *fed funds* descompten entre dues i tres pujades acumulades fins al desembre del 2018. Un escenari que, ateses les previsions de CaixaBank Research, haurà d'anar convergint fins a descomptar quatre o cinc pujades del *fed funds*.

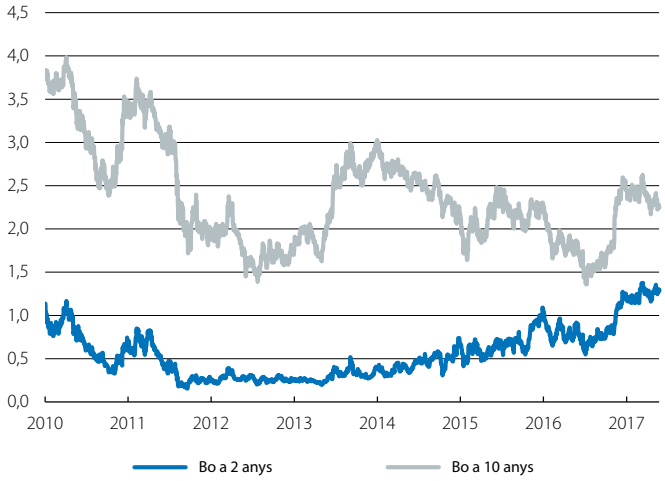
El BCE prepara el gir cap a un discurs cada vegada més equilibrat, tot i que mantindrà sense canvis l'escala dels estímuls monetaris. A la reunió d'abril, el Consell de Govern (CG) del BCE va valorar positivament els senyals que apunten a la intensificació del creixement de la regió. La valoració dels riscos per a l'escenari econòmic també va millorar, malgrat que encara continuen orientats a la baixa. No obstant això, no hi ha dubte que la disminució del risc polític després del resultat electoral a França redueix la incertesa associada al compliment de l'escenari central de previsions del BCE. Per aquest motiu, és probable que l'autoritat monetària elevi la lectura del mapa de riscos i assenyali que estan «equilibrats». Això sembla un pas previ a l'anunci del cessament progressiu de les compres de bons, que esperem que tingui lloc al desembre.

La nuvolada es retira del mercat de deute sobirà europeu davant la remissió del risc polític. La victòria del centrista Macron a les eleccions presidencials franceses ha estat un clar factor de suport per al deute perifèric. Així, durant l'últim mes i mig, la prima de risc espanyola ha reculat dels 150 p. b. als 120 p. b.; la italiana, dels 210 p. b. als 170 p. b., i la francesa dels 75 p. b. als 40 p. b. Per la seva banda, la rendibilitat del *bund*, actiu refugi per antonomàsia de la zona de l'euro, va repuntar prop de 10 p. b., fins al 0,40%. El clima de bonança que regna a la zona de l'euro, afegit als dubtes de l'escenari polític dels EUA, ha propiciat una apreciació notable de l'euro en l'últim mes, tant enfront del dòlar (el 3%) com enfront del conjunt de divises (l'1,5%).

Els mercats d'accions del Vell Continent brillen amb llum pròpia en el panorama borsari internacional. Borses com l'europea (Eurostoxx 50) o l'espanyola (Ibex 35) assoleixen revaloracions en l'acumulat anual (fins al maig) del 10% i del 17%, respectivament. En termes relatius, el balanç també és favorable, atès el pols menys vigorós de les borses als EUA durant

EUA: rendibilitat del deute públic

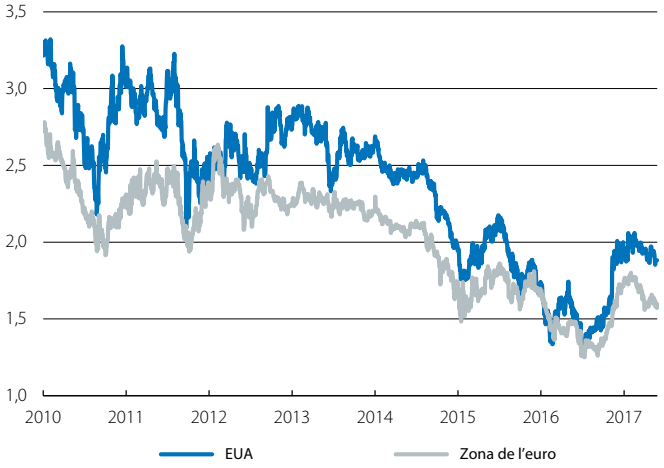
(%)



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

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

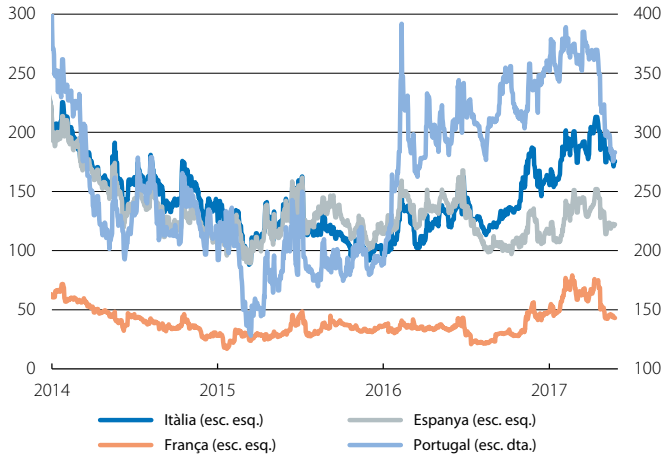
(%)



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

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.*

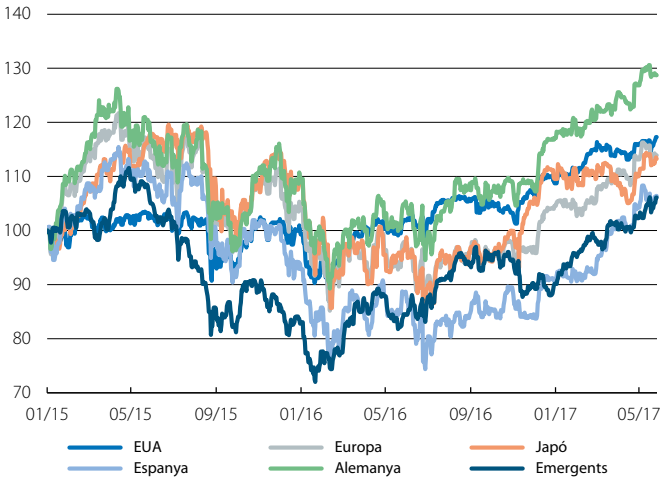
aquest període (el 7%). A les esmentades palanques de l'ímpetu borsari, se suma la solidesa de la temporada de beneficis empresarials del 1T 2017. Destaquen les sorpreses positives que han ofert els sectors energètic i bancari. L'absència d'ensurts destacables (la volatilitat implícita assoleix mínims històrics) ha afavorit que les borses emergents no s'hagin allunyat d'aquesta pauta. En concret, l'índex MSCI emergent ha mostrat un funcionament més que notable i ha avançat el 16% des de l'inici de l'any. Més vacil·lant ha estat el comportament de la borsa nord-americana, tot i que cal apuntar que es manté en màxims històrics. Els dubtes dels inversors sobre les reformes amb més incidència potencial al mercat d'accions han pesat sobre l'ànim inversor i també les valoracions de la renda variable als EUA, cada vegada més elevades. En aquest sentit, la vulnerabilitat d'aquest mercat no és menor si la Fed fa advertiments explícits sobre la complaença borsària o si accelera l'estratègia de normalització.

Fermesa de l'entorn financer emergent, esquitxat amb traces de feblesa. A més de les borses, els *spreads* i les divises del conglomerat emergent han exhibit un comportament, en conjunt, positiu. La dissecció d'aquesta dinàmica constructiva suggereix que els factors interns, com la bona marxa dels indicadors d'activitat, no són els únics que contribueixen a explicar-la. La pèrdua d'embranzida del dòlar i les expectatives de mercat d'una normalització de tipus als EUA molt parsimoniosa també exerceixen un paper rellevant. El context d'estabilitat es va entelar una mica al final de maig pel rebrot de la inestabilitat política al Brasil. Conseqüentment, els actius financers del país van patir una forta sacsejada: la borsa de São Paulo es va desplomar el 10% i el real es va depreciar el 7% enfront del dòlar. Les implicacions i l'abast d'aquest nou episodi són difícils de predir, malgrat que les seves derivades a la resta de l'àrea emergent semblen molt limitades. Més desapercebuda va passar la rebaixa del *rating* sobirà de la Xina per part de l'agència Moody's, que el va reduir un graó, d'Aa3 a A1. Els mercats financers domèstics van acollir amb temprança aquesta decisió.

El petroli es mostra volàtil abans i després de la reunió de l'OPEP. En les setmanes prèvies a la trobada bianual del càrtel petrolier a Viena, el preu del barril de Brent va repuntar el 10%, fins als 54 dòlars, davant l'expectativa que l'OPEP allargués les retallades de producció. No obstant això, el preu del cru va reaccionar amb descensos propers al 5% després de la ratificació de l'acord dels països productors per ampliar la reducció d'oferta fins al març del 2018. Així i tot, més enllà de la reacció inicial, pensem que, a mitjà termini, la decisió del càrtel serà efectiva a l'hora d'impulsar de forma moderada els preus del petroli. Al Focus «Preu del cru: el trencaclosques de l'impacte de la retallada de l'OPEP», d'aquest mateix *Informe Mensual*, es desgranen els detalls d'aquesta visió.

Principals borses internacionals

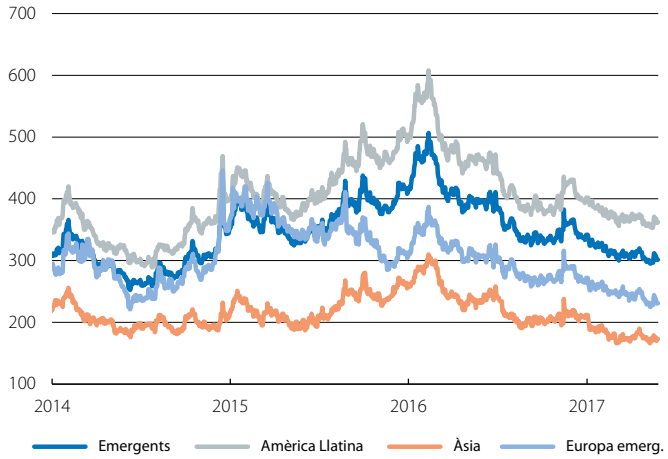
Índex (100 = gener 2015)



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

Spreads *de bons sobirans emergents **

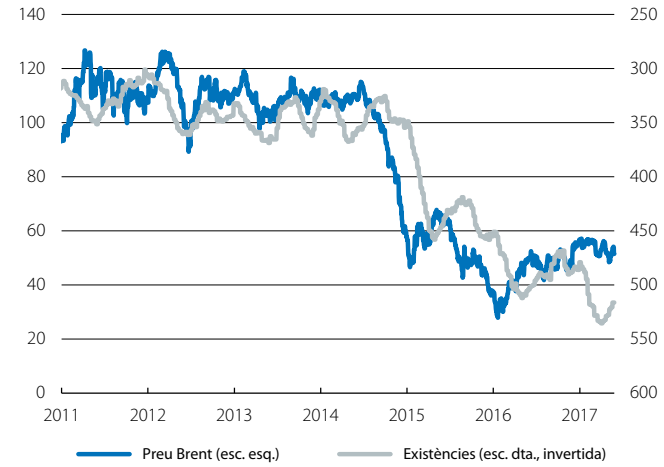
(p. b.)



Nota: ** En relació amb una cistella de bons dels EUA.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

*Preu i existències de cru als EUA **

(Dòlars per barril) *(Milions de barrils)*



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

FOCUS · Preu del cru: el trencaclosques de l'impacte de la retallada de l'OPEP

La caiguda recent del preu del petroli, que, de manera puntual, ha situat el barril de Brent per sota dels 50 dòlars i l'ha apropat al nivell anterior a l'anunci de l'acord de l'OPEP al novembre del 2016, ha revifat els dubtes sobre l'impacte d'aquest acord i, més àmpliament, sobre la capacitat del càrtel petrolier de sostenir una alça del preu del cru. De fet, malgrat que l'OPEP va acordar, al maig, allargar la retallada de la producció fins al començament del 2018, el preu del petroli es manté en un rang proper als 50 dòlars.

Els dubtes sobre l'impacte de la retallada de l'OPEP emanen, principalment, de la persistència de les existències de cru als EUA en nivells històricament molt elevats (més de 500 milions de barrils), un senyal que el mercat ha interpretat com a indicatiu que la retallada de l'OPEP no era suficient per reduir l'excés d'oferta (pel costat de la demanda, no s'han produït canvis significatius en els últims mesos). En general, s'utilitzen tres arguments per explicar l'impacte limitat de l'acord de l'OPEP.

La primera línia argumental qüestiona si la implementació de la retallada és efectiva. No obstant això, el nivell de compliment ha estat molt alt fins avui (va assolir el 90% a l'abril, tot i que amb diferències entre els països membres de l'OPEP). En conseqüència, la producció de cru dels països de l'OPEP va baixar dels 32 milions de barrils diaris (mbd) a l'abril (enfront dels més de 34 del final del 2016), un nivell coherent amb l'acord del mes de novembre (vegeu el primer gràfic). També s'observa un compliment elevat per part dels altres grans productors que participen en l'acord i que no són membres de l'OPEP, com Rússia, per exemple.

El segon argument que s'utilitza per explicar l'impacte limitat de l'acord de l'OPEP és que el repunt de la producció als EUA, en particular la de petroli no convencional, podria haver compensat la retallada de l'organització. No obstant això, tot i que, a llarg termini, és un argument totalment pertinent, sembla que, a curt termini, és complicat que el repunt del *shale* pugui compensar totalment la reducció de la producció implementada pels altres grans productors. Així, des del gener, la producció de productes petroliers[1] als EUA ha augmentat «només» en 270.000 barrils diaris, mentre que els països de l'OPEP han retallat la producció de cru en més d'1,2 mbd en relació amb el nivell de referència de l'acord i en més de 2 mbd des del màxim assolit al final del 2016, just abans de la implementació de la retallada. No obstant això, fins al final del 2018, l'agència nord-americana d'informació energètica preveu que la producció de productes petroliers als EUA augmentarà en 1,63 mbd.

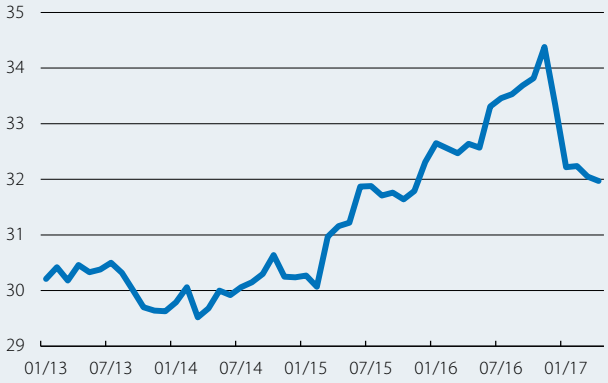
1. Els productes petroliers són els productes que s'obtenen a partir del processament del cru, del gas natural i d'altres compostos d'hidrocarbur. A més de la benzina, inclouen, per exemple, el gas liquat de petroli, el querosè o els lubrificants.

Finalment, una última explicació és que, malgrat la retallada de la producció, les exportacions de l'OPEP s'han mantingut en nivells molt elevats. De fet, entre el gener i l'abril, les exportacions de cru de l'OPEP només van disminuir, de mitjana, en 460.000 barrils diaris en relació amb el mateix període del 2016 (vegeu el segon gràfic).

No obstant això, en els propers mesos, cal esperar que les exportacions de cru de l'OPEP vagin disminuint a mesura que les existències en aquests països es redueixen, la qual cosa hauria d'acabar pressionant el preu del petroli a l'alça. De fet, a l'abril, ja es va observar una caiguda d'1,12 mbd en les exportacions de cru dels països de l'OPEP. Així i tot, malgrat que, a curt termini, l'efecte de la retallada hauria de començar a pressionar el preu del cru a l'alça, a llarg termini, les dinàmiques d'oferta, en particular el repunt del *shale* als EUA, continuen suggerint un augment gradual i relativament limitat.

Producció de cru dels països membres de l'OPEP

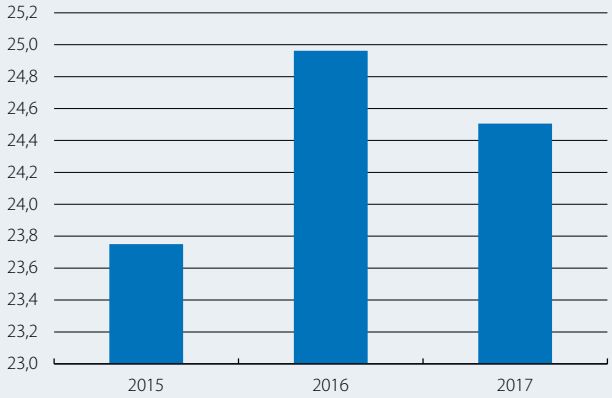
(Milions de barrils diaris)



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

Mitjana de les exportacions de cru dels països membres de l'OPEP entre el gener i l'abril

(Milions de barrils diaris)



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

FOCUS · Xina: la transició a la borsa i el comportament dels sectors de la nova economia

El canvi de model productiu que du a terme l'economia xinesa és seguit amb atenció per tota la comunitat internacional. D'una banda, és un pas fonamental perquè el gegant asiàtic pugui tenir un creixement més sostingut i equilibrat a llarg termini. A més a més, si finalment es du a terme amb èxit, pot ser que alguns aspectes serveixin de referència per a altres països emergents que aspiren a fer un pas endavant i unir-se al grup dels països desenvolupats.

En concret, el canvi de model productiu se centra, principalment, en dues àrees. Pel costat de l'oferta, en el pes creixent del sector terciari a costa del secundari. En aquest cas, les dades criden l'atenció: el pes del sector serveis ha augmentat en 11,8 p. p. en els 16 últims anys, fins a assolir el 51,6% del PIB el 2016. Pel costat de la demanda, s'espera que el consum de les llars guanyi protagonisme en detriment de la inversió. En aquest sentit, és il·lustratiu el canvi de tendència que s'observa a partir del 2007 en el pes del consum de les llars, que, després d'haver caigut de manera important arran de la fulgurant progressió de la inversió en les últimes dècades, s'ha estabilitzat al voltant del 37% del PIB i, pel que sembla, ha iniciat una lleugera tendència a l'alça.

Un altre àmbit en què també s'observa de manera clara el canvi profund que experimenta l'economia xinesa és en la composició de l'índex borsari. Si observem l'evolució del pes relatiu dels diferents sectors, es posa de manifest que, efectivament, es du a terme un important reajustament sectorial.

Així, si comparem el comportament dels sis principals sectors de la borsa xinesa, veiem que, des de l'inici de la dècada dels 2000, els sectors que més creixement han experimentat són els de consum. En canvi, el sector industrial és el que menys creixement ha experimentat en el mateix període, resultat coherent amb la tendència a la desindustrialització (vegeu el segon gràfic).

En el futur, aquestes tendències s'haurien de reforçar. En particular, cal esperar un comportament relativament més negatiu del sector industrial i, al contrari, una millora del comportament dels sectors de salut i de les tecnologies de la informació, a mesura que l'economia xinesa incrementi la seva terciarització. També s'hauria d'enfortir la importància relativa dels sectors relacionats amb el consum i, en particular, del sector del consum discrecional,[1] que, en una fase més avançada de la transició econòmica, s'espera que guanyi rellevància.

1. El sector de consum discrecional està format pel conjunt de béns i de serveis que poden adquirir els consumidors però que no són essencials (roba esportiva, restaurants, automòbils, hotels, oci, etc.).

Crida l'atenció el comportament excepcional del sector financer en l'índex de renda variable. En aquest cas, però, la lectura ha de ser prudent, ja que és ben sabut que un dels principals reptes als quals s'enfronta l'economia xinesa és, precisament, reduir l'elevat creixement del crèdit que s'ha produït en els últims anys.

En definitiva, malgrat el pes relativament baix del mercat de renda variable en l'economia xinesa, en comparació amb les economies desenvolupades (el 48% del PIB, enfront del 146% als EUA), i els biaixos que, a vegades, es produeixen en el tipus d'empreses que figuren en els índexs borsaris, les grans tendències que caracteritzen la transició econòmica a la Xina es reflecteixen, també, en l'evolució sectorial de la borsa. Una tendència que s'hauria d'enfortir a mesura que el mercat de renda variable vagi guanyant pes i que s'avanci en l'obertura de l'economia als inversors estrangers.

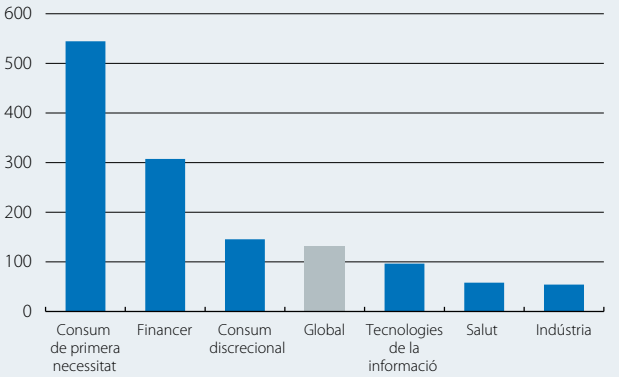
Índex de la borsa de Xangai

(Punts)

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

Creixement dels principals sectors de la borsa xinesa des de l'any 2000

(%)



Nota: *Variació de l'índex sectorial entre el maig del 2000 i l'abril del 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	31-maig	28-abr	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	–6,8
Euríbor 12 mesos	–0,13	–0,12	–1	–4,8	–11,5
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,75	–0,73	–2	5,1	–21,7
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,71	–0,73	2	5,6	–19,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,30	0,32	–2	9,2	16,1
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,55	1,65	–10	16,6	7,7
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	125	133	–8	7,2	–8,6
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,00	1,00	0	25,0	50,0
Líbor 3 mesos	1,20	1,17	3	20,4	51,6
Líbor 12 mesos	1,72	1,77	–5	3,6	38,4
Deute públic a 1 any	1,15	1,06	9	33,9	47,8
Deute públic a 2 anys	1,28	1,26	2	9,2	40,3
Deute públic a 10 anys	2,20	2,28	–8	–24,4	35,4

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

	31-maig	28-abr	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	62	67	–4	–10,0	–10,0
Itraxx Financer Sènior	70	74	–5	–23,7	–19,8
Itraxx Financer Subordinat	158	167	–10	–63,7	–35,9

Tipus de canvi

	31-maig	28-abr	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
$/€	1,124	1,090	3,2	6,9	1,0
¥/€	124,560	121,530	2,5	1,3	1,1
£/€	0,872	0,841	3,7	2,2	13,5
¥/$	110,780	111,490	–0,6	–5,3	0,0

Primeres matèries

	31-maig	28-abr	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	434,2	424,5	2,3	2,6	5,3
Brent ($/barril)	50,3	51,7	–2,7	–11,5	1,2
Or ($/unça)	1.268,9	1.268,3	0,1	10,1	4,4

Renda variable

	31-maig	28-abr	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.411,8	2.384,2	1,2	7,7	15,0
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.554,6	3.559,6	–0,1	8,0	16,0
Ibex 35 (Espanya)	10.880,0	10.715,8	1,5	16,3	20,4
Nikkei 225 (Japó)	19.650,6	19.196,7	2,4	2,8	14,0
MSCI emergents	1.005,3	978,0	2,8	16,6	24,5
Nasdaq (EUA)	6.198,5	6.047,6	2,5	15,1	25,3

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

CONJUNTURA · L'activitat econòmica continua avançant a bon ritme

Els indicadors d'activitat global continuen mostrant avanços considerables en el 2T. Així, a l'abril, l'índex de sentiment empresarial (PMI) manufacturer per a l'agregat de les economies avançades es va situar en una còmoda zona expansiva, en els 54,1 punts (per damunt del límit dels 50 punts). En la mateixa línia, l'indicador d'activitat per al conjunt de les economies emergents elaborat per l'IIF va continuar mostrant avanços significatius, malgrat la caiguda mensual. Tot plegat avala l'escenari de CaixaBank Research, que preveu una acceleració moderada del creixement mundial del 3,1% del 2016 al 3,5% el 2017.

Això no obstant, el balanç de riscos està lleugerament esbiaixat a la baixa. Entre els riscos de caràcter estrictament econòmic, aquest mes ha guanyat pes l'elevat endeutament global. En particular, després de la rebaixa del *rating* de la Xina per part de Moody's, adduint l'increment del nivell de deute del país asiàtic en un context de desacceleració de creixement. En l'àmbit polític, pel que fa a l'evolució de la incertesa durant el mes, una de freda i una de calenta. A França, la victòria d'Emmanuel Macron, que es va imposar a Marine Le Pen en les eleccions presidencials del 7 de maig, va rebaixar la incertesa regnant a nivell europeu i mundial. En canvi, a l'altre banda de l'Atlàntic, la incertesa política va repuntar, en especial després de les polèmiques al voltant del president Trump i davant els dubtes creixents sobre la capacitat de la nova Administració de dur a terme les reformes promeses. En aquest sentit, la reforma sanitària que, finalment, va ser aprovada a la Càmera de Representants necessitarà ajustos rellevants per obtenir l'aprovació del Senat. De la mateixa manera, la proposta tributària presentada al final d'abril precisarà de canvis apreciables per acomodar el fort conservadorisme fiscal d'una part important del Partit Republicà (vegeu el Focus «Reforma impositiva *a la Trump*», en aquest mateix *Informe Mensual*).

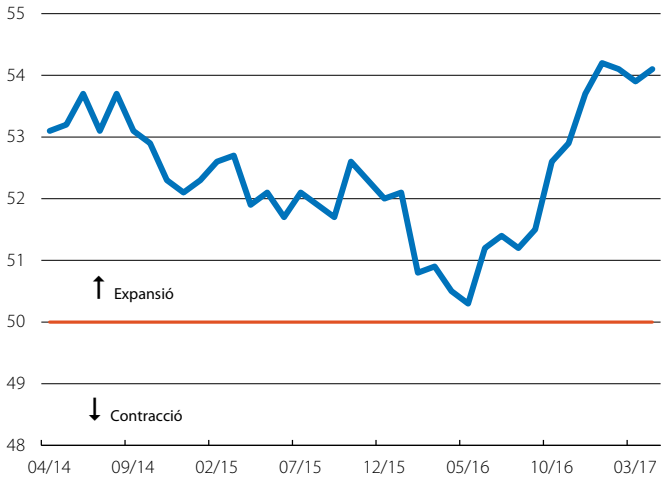
L'acord de l'OPEP rebaixa un dels riscos d'aquest 2017. En aquest context, l'acord assolit pels països de l'OPEP i altres grans productors (com Rússia) d'allargar la retallada de producció de petroli fins al març del 2018 dóna suport a l'escenari de CaixaBank Research de recuperació, malgrat que molt gradual, del preu del cru. Una recuperació que afavoreix tant les economies exportadores, perquè alleuja les pressions fiscals, com les importadores, ja que allunya les pressions deflacionistes que planaven sobre elles, i que no danya en excés el seu creixement.

ESTATS UNITS

El creixement del PIB del 1T va ser revisat lleugerament a l'alça, tot i que encara registra una desacceleració en relació amb el 4T 2016. L'avanç de l'economia nord-americana en el 1T es va situar en un moderat 0,3% intertrimestral (el 2,0% interanual). La pèrdua de ritme va ser deguda al significatiu alentiment del consum privat, malgrat la revisió a l'alça en relació amb l'estimació d'un mes enrere. Així mateix, també va ser notable la forta contribució negativa del component d'existències,

Economies avançades: PMI manufactures

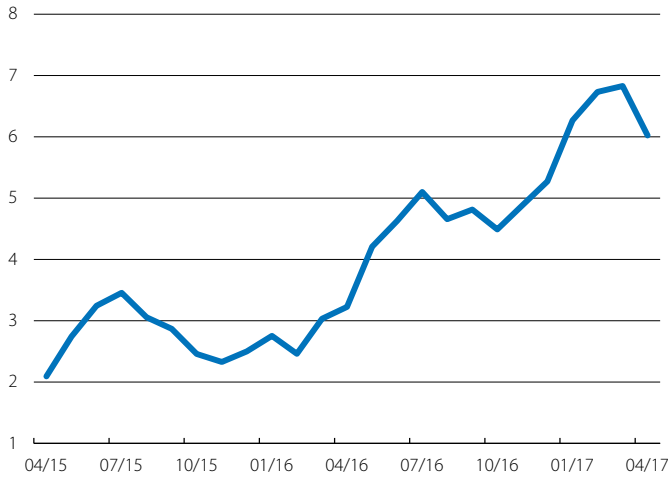
Nivell



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

Emergents: indicador de creixement de l'IIF

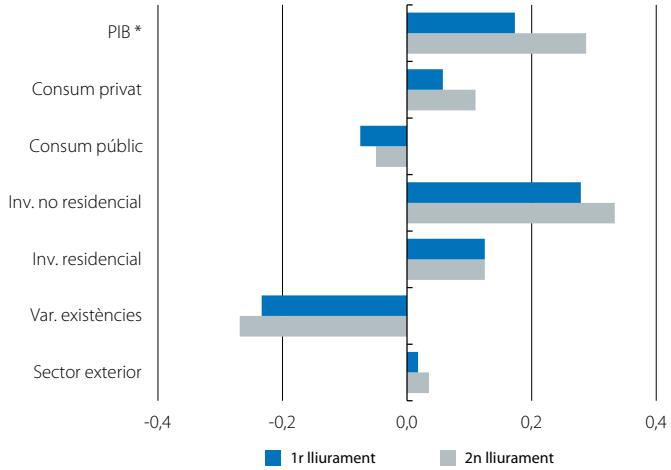
Creixement intertrimestral anualitzat, mitjana de tres mesos (%)



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

EUA: PIB

Contribució al creixement intertrimestral del PIB del 1T 2017 (p. p.)



Nota: ** Variació intertrimestral.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Economic Analysis.*

que, en la segona estimació, encara va restar més a l'avanç del PIB: –0,3 p. p. a la taxa intertrimestral. Així i tot, en conjunt, els indicadors d'activitat més recents apunten a una acceleració considerable del creixement del PIB en el 2T. En aquesta línia, el model de previsió de la Fed d'Atlanta estima un avanç del 3,7% en termes intertrimestrals anualitzats (enfront de l'1,2% del 1T).

La Fed, llesta per a una nova pujada després de mantenir el tipus d'interès de referència en l'interval 0,75%-1,00% en la reunió del maig. El contingut de les actes de l'última reunió va revelar que la majoria de membres del Comitè Federal de Mercat Obert considera que «aviat seria apropiat» fer un pas més en la retirada dels estímuls monetaris. Això apunta a una pujada de tipus oficials en la reunió de juny, tal com ho preveu CaixaBank Research. I és que la institució va considerar que l'alentiment observat en el 1T seria transitori, va restar importància al registre d'inflació del març (per sota de l'esperat) i va reafirmar l'enfortiment del mercat laboral.

La proximitat de l'economia dels EUA a una situació de plena ocupació dóna suport a la continuïtat en el procés de normalització monetària de la Fed. Les dades del mercat laboral de l'abril van ser robustes: es van crear 211.000 llocs de treball, la taxa d'atur va recular lleugerament fins al 4,4% i els salaris van avançar un considerable 2,5% interanual. Per als qui defensen que encara hi ha un marge significatiu de millora del mercat laboral nord-americà i esgrimeixen la baixa taxa d'ocupació com a prova d'aquest marge, cal destacar que una bona part dels menors nivells actuals (en relació amb els nivells precrisi) són deguts a un envelliment de la població en edat de treballar (vegeu el gràfic). En aquest context, l'escenari de CaixaBank Research estima dues pujades addicionals del tipus d'interès de referència el 2017 (al juny i al setembre), l'anunci del cessament de la política de reinversió dels bons de cartera al final del 2017 i tres pujades més el 2018.

JAPÓ

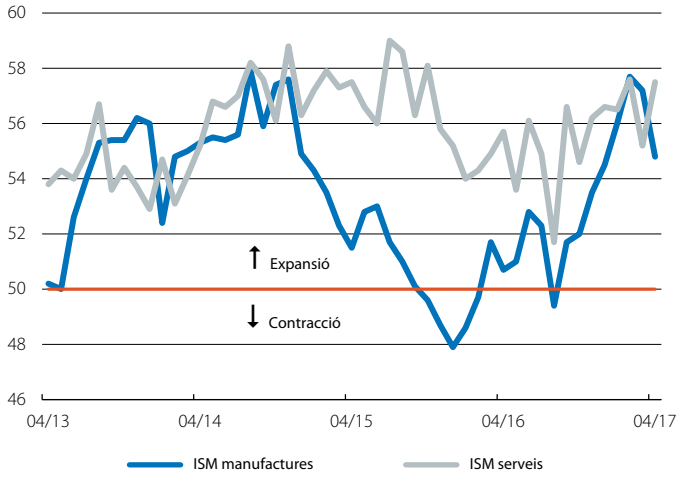
Les dades més recents del Japó permeten un cert optimisme. En particular, el PIB del Japó en el 1T va sorprendre en positiu, amb un avanç intertrimestral del 0,5% (l'1,6% interanual). Amb aquest avanç, el Japó encadena cinc trimestres de taxes positives, situació que no s'ha donat en els 11 últims anys. El creixement va tenir el suport, de nou, de la contribució de les exportacions, que, al seu torn, es van veure afavorides per la feblesa del ien. Així mateix, en aquest trimestre, també va destacar l'avanç del consum privat. Un element que, malgrat tot, encara no mostra la força necessària, malgrat la solidesa que presenta el mercat laboral (amb una taxa d'atur en el 2,8%). Sens dubte, la falta de vitalitat dels preus al Japó és un factor que pesa en aquest poc vigor del consum i és un recordatori dels perills que comporten les pressions deflacionistes. En particular, la inflació japonesa va augmentar lleugerament a l'abril, fins al 0,4%, però encara es va situar en cotes baixes.

EMERGENTS

Ara com ara, la incertesa no ha afectat els fluxos de cartera cap als emergents. Els fluxos de capital de cartera cap a les economies emergents van anotar notables entrades de capital

EUA: indicadors d'activitat

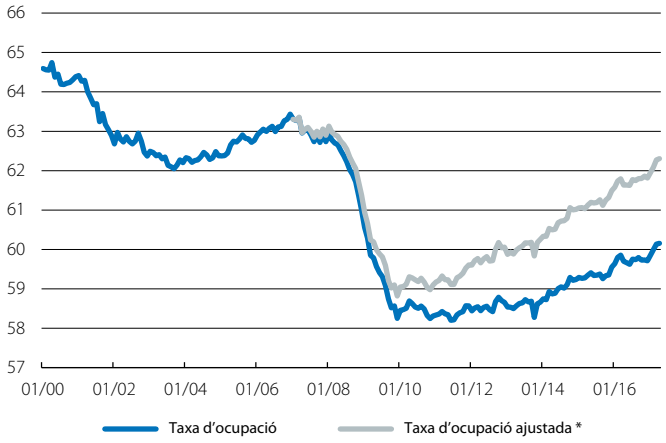
Nivell



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

EUA: mercat laboral

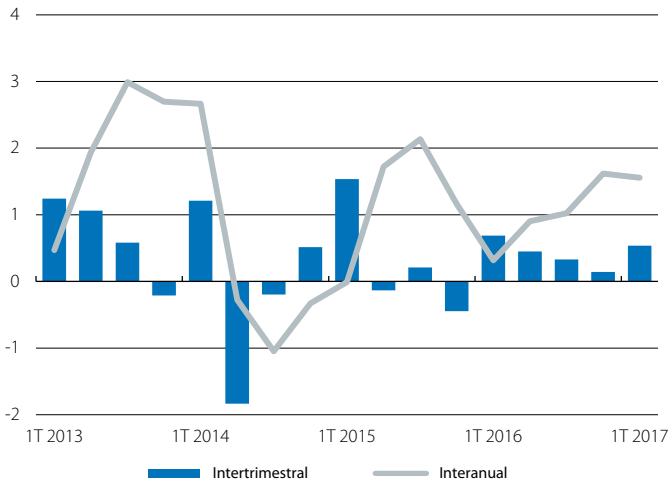
Taxa d'ocupació (%)



Nota: ** En la taxa d'ocupació ajustada, mantenim constant la proporció per edats de la població en els nivells del gener del 2007.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

Japó: PIB

Variació intertrimestral i interanual (%)



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

estranger, tant a l'abril com al maig, malgrat les polèmiques al voltant del president Trump i la continuïtat en el procés de normalització de la Fed. En particular, en els dos mesos es van anotar entrades per valor de 21.000 milions de dòlars segons les dades de l'IIF, de manera que se sumen quatre mesos consecutius per damunt dels 20.000 milions, la millor ratxa des del 2014.

La rebaixa del *rating* de la Xina, però, alerta dels riscos existents. Moody's va revisar a la baixa la qualificació creditícia del deute del país, d'Aa3 a A1, davant el nivell elevat i creixent de deute del país. En els vuit últims anys, el nivell del deute ha augmentat en més de 100 punts de PIB, fins a situar-se en el 250% del PIB el 2016, principalment davant el fort endeutament del sector corporatiu. Una dinàmica que no es limita a la Xina, sinó que és generalitzable a nombrosos emergents, i que, davant un augment dels costos de finançament, és una font de risc rellevant.

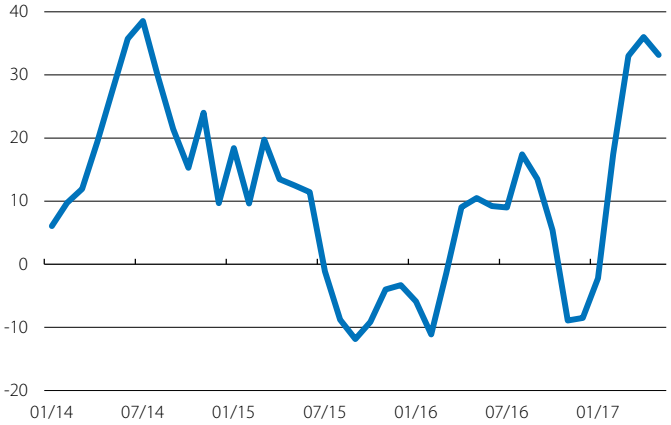
Així i tot, la Xina continua transitant cap a una desacceleració controlada del creixement econòmic. Així, les dades d'activitat del mes d'abril es van moderar, però van mantenir un bon to. En particular, la producció industrial va avançar un considerable 6,5% interanual, 4 dècimes per damunt del creixement mitjà dels dos últims anys, però per sota de la dada del març (el 7,6%). Les vendes al detall, per la seva banda, van créixer el 10,7%, una lleugera reculada en relació amb el mes anterior (el 10,9%). D'altra banda, la inflació es va situar en l'1,2% a l'abril, una xifra modesta, tot i que una mica per damunt de la dada del març (el 0,9%).

L'Índia va créixer per sota del que s'esperava, tot i que de manera temporal. En el 1T 2017, el PIB va créixer el 6,1% interanual, significativament per sota del 7,0% del trimestre anterior. Sense disposar encara de dades detallades, sembla que els efectes de la desmonetització, la retirada de bitllets de major denominació duta a terme al novembre del 2016, s'han fet sentir en les dades de creixement econòmic amb un cert retard. Es tracta, però, d'una ensopegada transitòria, ja que les dades d'activitat recents suggereixen que l'economia índia es recupera i deixa definitivament enrere el *shock* monetari.

La incertesa política als emergents provenia del Brasil, mentre que Rússia va accelerar el creixement econòmic. L'aparició de possibles proves de pràctiques delictives que suposadament podrien involucrar l'actual president del Brasil, Michel Temer, ha generat un nou episodi d'incertesa política al país. Així i tot, hi ha poca voluntat al parlament de repetir un nou procés de destitució presidencial, la qual cosa, juntament amb la forta erosió del PT (Partit dels Treballadors, de Lula i de Rousseff), fa esperar que el Govern es mantindrà fins a les eleccions presidencials del 2018. En aquest context, les dades més recents continuen confirmant una sortida de la recessió molt lenta (creixement del 0,7% el 2017, després del –3,6% del 2016). En canvi, Rússia, l'altre gran emergent que el 2016 es trobava en recessió (el –0,2%), va accelerar de forma moderada el ritme de creixement. El PIB va créixer el 0,5% interanual en el 1T 2017, que cal comparar amb el 0,3% del trimestre anterior. Encara sense el desglossament per components, els indicadors d'activitat suggereixen el manteniment de les tendències que s'havien posat de manifest en el tram final del 2016: un menor deteriorament de la demanda interna combinat amb una aportació positiva del sector exterior. Així, l'escenari de CaixaBank Research per a l'economia russa és el d'un avanç de l'1,3% per al còmput total del 2017.

*Emergents: entrades de capital **

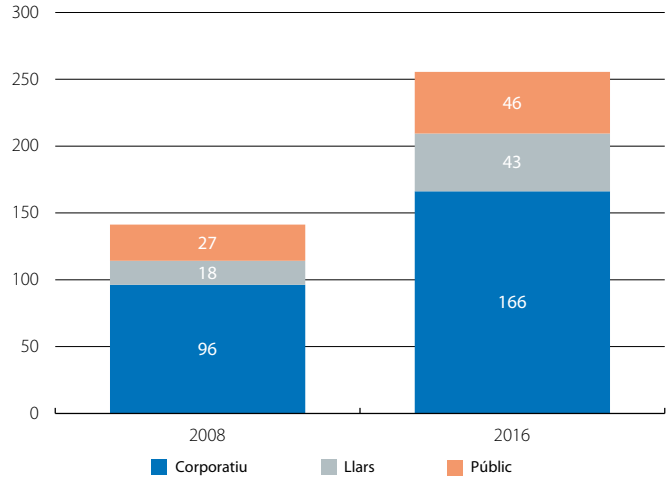
Mitjana mòbil de tres mesos (milers de milions de dòlars)



Nota: ** Fluxos de cartera (deute i accions) de no residents cap a emergents.*
Països inclosos: Brasil, Xile, Xina, Índia, Indonèsia, Mèxic, Polònia, Rússia, Sud-àfrica i Turquia.
El signe negatiu indica sortides mensuals.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

Xina: deute

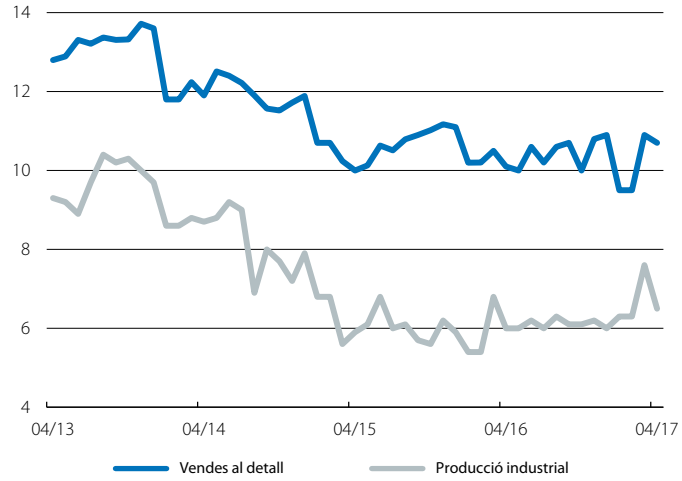
(% del PIB)



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

Xina: indicadors d'activitat

Variació interanual (%)



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

FOCUS · Malàisia: la baula feble del Sud-est Asiàtic?

Malàisia és un país que ha experimentat un destacable dinamisme econòmic, amb un creixement anual mitjà del 4,8% entre el 2006 i el 2016, una dinàmica que, pel que sembla, continuarà en el futur: l'FMI estima que l'economia malàisia continuarà creixent a un ritme entre el 4% i el 5% en el lustre vinent. A més a més, el país compta amb uns fonaments macroeconòmics sòlids: la inflació, al voltant del 2%, és moderada; té un folgat superàvit per compte corrent (al voltant del 2% del PIB), i el dèficit fiscal (el 3% del PIB) s'ha mantingut contingut malgrat la davallada dels ingressos propiciada pels baixos preus del cru (el país és un dels principals productors asiàtics de gas i de petroli). I, malgrat tot, Malàisia és un dels països que s'ha mostrat més sensible als episodis de volatilitat financera a nivell global. L'exemple paradigmàtic es va produir després de l'elecció de Trump al novembre del 2016: dues setmanes després de la seva victòria, el ringgit es va depreciar gairebé el 6% enfront del dòlar, una de les majors caigudes entre les divises emergents, i les sortides de capitals van ser considerables. La distància entre el que sembla un quadre macroeconòmic sòlid i la sensibilitat que han mostrat els inversors justifica que ens interroguem sobre fins a quin punt ens ha de preocupar aquest país petit en perspectiva asiàtica (30,8 milions d'habitants) i relativament poc conegut.

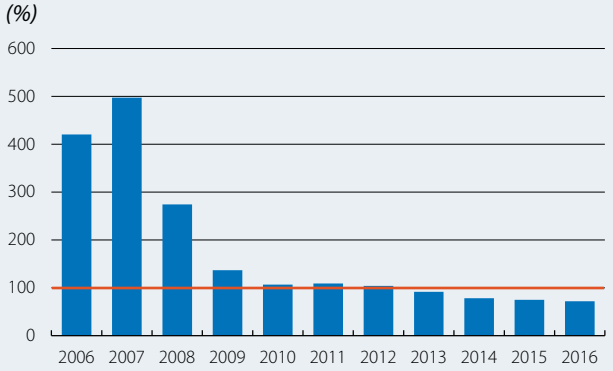
L'aspecte que, pel que sembla, pesa més en la valoració dels inversors internacionals és el grau elevat d'exposició del país a les polítiques econòmiques i monetàries dels EUA. No en va, segons l'IIF, Malàisia és el quart país emergent més exposat a aquestes polítiques (després de Mèxic, de Corea i de la Xina).[1] En particular, un augment dels tipus monetaris de la Fed més intens del previst tensaria les condicions financeres d'algunes empreses malàisies, ja que podria pressionar a la baixa el ringgit, i moltes d'aquestes empreses s'han endeutat en dòlars de manera considerable. Per exemple, si es considera el deute en dòlars del sector corporatiu com a percentatge de PIB, Malàisia ocupa la segona posició del Sud-est Asiàtic amb el 6,1%, només per darrere de Singapur, amb el 6,7%, i no gaire lluny de Mèxic i del Brasil, amb percentatges de l'11% i del 7,8%, respectivament. En aquest context, és important analitzar la capacitat de resposta davant de futurs episodis d'aquesta naturalesa. A Malàisia, aquesta capacitat de resposta s'ha basat en el tipus de canvi, que fluctua de forma controlada, i en el nivell de reserves internacionals. Aquí, de nou, l'inversor es pot preocupar una mica, ja que el marge de maniobra no és tan folgat com abans: en l'actualitat, la ràtio de reserves en relació amb el deute extern amb un venciment inferior a un any se situa, segons l'FMI, per sota d'1, la qual cosa suggereix una capacitat de resposta a curt termini més limitada.

Sense negar que tots aquests elements han de formar part d'un mapa de riscos, cal assenyalar que una lectura més contextualitzada hauria de mitigar els temors més exacerbats. És cert que el recurs a endeutar-se en moneda estrangera no ha estat menyspreable, i que el deute extern brut ha augmentat de forma notable i se situa al voltant del 70% del PIB, molt a la vora dels llindars de vulnerabilitat habituals per als emergents. No obstant això, la preocupació pel deute extern gairebé s'esvaeix quan tenim en compte que, en agregat, Malàisia és un creditor net a nivell internacional, amb una posició inversora internacional neta (PIIN[2]) que representa el 6% del PIB. A més a més, cal considerar que moltes companyies es beneficien d'una cobertura natural, ja que són exportadores que cobren en dòlars, i el banc central facilita a les que no ho són que es puguin cobrir amb productes financers com a derivats.

Un cop minimitzada la magnitud del problema pel flanc del finançament exterior, podria ser que, malgrat no estar directament vinculat a l'enduriment de les condicions monetàries internacionals, el risc ragui en una acumulació excessiva de deute nacional? En aquest àmbit, el contrast entre una mirada superficial i una de més profunda és crucial. El deute total no financer representa el 191% del PIB, el més elevat del Sud-est Asiàtic. El deute de les llars, que representa el 89% del PIB, se situa per damunt del llindar generalment recomanat, al voltant del 60% del PIB.[3] Així i tot, si s'analitza la situació de manera més detallada, s'observa que els actius financers de les llars se situen en nivells propers al 180% del PIB, mentre que el deute corporatiu no financer està controlat, gràcies a les cobertures naturals i financeres esmentades més amunt, i el sector corporatiu té una taxa de morositat baixa. Per la seva banda, el deute públic se situa en cotes relativament contingudes (el 56% del PIB), tot i que un terç del total es troba en mans d'inversors estrangers, un pes superior a la majoria d'emergents.

A tall de conclusió, el país presenta uns fonaments i unes perspectives macroeconòmiques fermes. Certament, el deute ha augmentat, però no sembla que, quan es contempla la situació del conjunt de l'economia, sorgeixin senyals d'alarma. I malgrat que ningú nega que caldrà estar atent a la materialització del vincle entre l'enduriment financer internacional i l'impacte nacional, els episodis de dubtes haurien de ser puntuals i les perspectives positives a llarg termini haurien de prevaler.

Malàisia: reserves internacionals en relació amb el deute extern a curt termini *



Nota: ** El deute extern a curt termini es calcula amb el període de venciment residual, és a dir, incloent el deute amb un venciment original a més d'un any al qual li queda un període inferior a un any per vèncer.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

1. Vegeu Capital Flows Report, febrer del 2017, «Eye of the Trumpstorm».
2. La PIIN és la diferència entre els actius que els residents a Malàisia tenen a la resta del món i els actius de la resta del món a Malàisia.
3. Vegeu Lombardi, M., Mohanty, M. i Shim, I. (2017), «The real effects of household debt in the short and long run», BIS Working Paper, núm. 607.

FOCUS · **Reforma impositiva *a la Trump***

Tal com havia promès en campanya, Donald Trump, al final d'abril, la seva Administració va presentar una proposta de reforma impositiva que promou una forta retallada de tipus. No obstant això, per a sorpresa de molts, no incloïa gairebé cap mesura per contrarestar el major cost que aquestes retallades podrien implicar sobre les arques públiques si finalment s'aproven.[1] En aquest sentit, l'elevat deute públic del país, afegit al dèficit públic moderat (el 4,4% del PIB el 2016) i al fort conservadorisme fiscal d'una facció important del Partit Republicà, assegura llargues discussions i, molt probablement, canvis rellevants en la proposta original.

La reforma planteja una reducció ambiciosa dels tipus impositius, tant sobre les persones físiques com sobre les empreses. Així, per exemple, en l'àmbit de les empreses, el tipus passaria del 35% actual al 15%. A més a més, s'aplicaria una imposició territorial, de manera que els beneficis que obtenen les empreses a l'estranger no haurien de tributar de nou als EUA, la qual cosa afavoriria la repatriació de beneficis de les grans multinacionals. Pel que fa a les persones físiques, a més de la retallada del tipus marginal màxim (del 39,6% al 35%) i de la reducció del nombre de trams, es proposa eliminar l'anomenada tributació mínima alternativa, que comporta un nivell de tributació mínim per a les persones que es poden beneficiar de múltiples deduccions.

El canvi proposat, per tant, és marcadament regressiu. Segons una anàlisi del Tax Policy Center, mentre que el ciutadà mitjà gaudiria d'una retallada impositiva mitjana de l'1,8%, els ciutadans amb els ingressos del quintil més elevat (és a dir, el 20% de la població amb més ingressos) rebrien una retallada mitjana del 6,6%. Una rebaixa que pujaria al 14,2% per al *top* 0,1% dels ciutadans.[2]

D'altra banda, la proposta comportaria un increment significatiu del deute públic. En particular, el cost recaptatori net se situaria al voltant dels 5,5 bilions de dòlars en els 10 propers anys, al voltant del 3% del PIB anual. I aquest cost procediria, principalment, del perímetre empresarial (aproximadament, el 70% del total), ja que, en l'àmbit de les persones físiques, la cancel·lació d'un gran nombre de deduccions compensaria una part del cost de la forta rebaixa dels tipus impositius. D'aquesta manera, es calcula que, si s'aprova el pla presentat per l'Administració Trump, el deute públic net passarà del 77% del PIB al 111% el 2027. Un nivell que empal·lideix al costat del 45% que ostentava abans de la gran crisi.[3]

Els defensors d'aquest pla argumenten que l'augment de la recaptació derivat del major creixement econòmic, a conseqüència d'uns majors incentius al treball, a l'estalvi i a la inversió, contrarestaria el cost extra. No obstant això, un simple càlcul mostra que, per neutralitzar el cost fiscal comentat més amunt, els EUA haurien de registrar una taxa de creixement econòmic del 4% anual durant els 10 propers anys. Una xifra molt per damunt del creixement a llarg termini que estima la Fed, de l'1,8%, per damunt del creixement mitjà de l'economia nord-americana des del 1960, del 3%, i superior, fins i tot, al que preveu l'Administració Trump mateixa.

A més a més, és difícil que, en un entorn proper a la plena ocupació com l'actual, l'economia nord-americana pugui accelerar de manera significativa el creixement si no és amb polítiques que augmentin el creixement de la productivitat. De fet, en l'entorn actual, una política fiscal expansiva com la plantejada per l'Administració Trump amb la reforma tributària molt probablement pressionaria a l'alça la inflació, la qual cosa forçaria la Fed a accelerar el procés de normalització monetària i, per tant, l'impacte de la reforma sobre la inversió seria limitat.

EUA: reforma impositiva de l'Administració Trump

		Actual	*Proposta*
EMPRESES	Tipus corporatiu	35%	15%
	Tipus s/ renda estrangera	El 35% quan es repatrien guanys	Tributació territorial (eximeix de tributació)
	Tractament especial d'importacions i exportacions	No	No ajust transfronterer (la revisió és possible, però poc probable)
	Despesa neta d'interessos	Deducció il·limitada	Sense esp.

		Actual	*Proposta*
PERSONES FÍSIQUES	Tipus marginal màxim	39,6% (7 trams)	35% (3 trams)
	Rendiments de capital mobiliari	Guanys patrimonials 50% Dividends 40% Interessos 30%	20% 20% Sense esp.
	Deducció estàndard (per matrimoni)	$ 12.600	$ 24.000
	Deducció per impostos estatals i locals	Il·limitada	Revocar
	Tributació Alternativa[1]	Aplica	Revocar

Nota: *1. L'Alternative Minimum Tax (AMT) és un codi impositiu que s'aplica a un cert tipus de persones amb ingressos elevats i que sol comportar un pagament més elevat.*
Font: *CaixaBank Research, partir d'informació de la Casa Blanca i del Committee for a Responsible Federal Budget.*

1. Al final de maig, l'Administració va presentar una proposta pressupostària per a l'any fiscal 2018 que especificava reduccions significatives en certes partides de despeses. No obstant això, un bon nombre d'aquestes reduccions ja han començat a generar polèmica entre els membres de les diferents Càmeres.
2. Vegeu Tax Policy Center (2016), «An Analysis of Donald Trump's revised Tax Plan». Aquesta anàlisi, però, assumeix una reducció del tipus marginal màxim de les persones físiques del 39,6% actual al 33%.
3. Vegeu la nota elaborada pel Committee for a Responsible Federal Budget del mes d'abril («How Much Will Trump's Tax Plan Cost?»). Segons les estimacions del Congressional Budget Office - CBO (2017), «The Budget and Economic Outlook: 2017 to 2027», si no s'aprova el pla, el deute públic net augmentarà fins al 89% el 2027.

PRINCIPALS INDICADORS

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

ESTATS UNITS

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Activitat								
PIB real	2,6	1,6	1,3	1,7	2,0	2,0	–	...
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,8	4,3	3,4	3,4	3,9	3,7	...
Confiança del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	94,8	100,7	107,8	117,5	119,4	117,9
Producció industrial	–0,7	–1,2	–1,3	–1,2	–0,1	0,6	2,2	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	51,5	51,1	53,3	57,0	54,8	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.107	1.177	1.158	1.150	1.248	1.242	1.172	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	179	189	188	189	192	197	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,3	4,9	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,4	59,7	59,7	59,8	59,7	60,0	60,2	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7	...	...
Preus								
Preus de consum	0,1	1,3	1,0	1,1	1,8	2,5	2,2	...
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	1,9	...

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17
Activitat							
PIB real	1,1	1,0	1,0	1,1	1,7	1,6	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	41,2	42,1	42,2	43,4	43,2
Producció industrial	–1,2	–0,2	–1,5	1,0	2,8	3,9	7,2
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	7,0	6,0	6,0	10,0	12,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,2	3,0	3,1	2,9	2,8
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	0,1	0,5	0,7	0,7	0,9
Preus							
Preus de consum	0,8	–0,1	–0,3	–0,5	0,3	0,3	0,4
Preus de consum subjacent	1,0	0,4	0,6	0,2	0,1	–0,1	–0,3

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17
Activitat							
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,7	6,8	6,9	–
Vendes al detall	10,7	10,4	10,2	10,5	10,6	10,0	10,7
Producció industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,1	6,8	6,5
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	50,1	50,2	51,4	51,6	51,2
Sector exterior							
Balança comercial [1] *(valor)*	608	513	576	554	513	469	468
Exportacions	–2,3	–8,3	–7,5	–7,0	–5,2	8,2	8,3
Importacions	–14,2	–5,7	–7,1	–4,7	2,1	24,0	11,8
Preus							
Preus de consum	1,4	2,0	2,1	1,7	2,2	1,4	1,2
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,3	6,6	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 · Perspectives més sòlides per a l'activitat de la zona de l'euro

La recuperació guanya tracció i la incertesa es modera. Després de les revisions a l'alça del creixement de la zona de l'euro dutes a terme pel Banc Central Europeu (BCE), al març, i pel Fons Monetari Internacional, a l'abril, al maig la Comissió Europea també ha millorat les perspectives de la zona de l'euro i espera un avanç de l'activitat de l'1,7% el 2017 i de l'1,8% el 2018. Aquest encadenament de revisions a l'alça reflecteix la reducció dels riscos negatius al voltant de l'economia de la zona de l'euro (en especial, els d'origen domèstic) i la consolidació de la millora dels indicadors de sentiment econòmic, que, des del final del 2016, se situen, de manera sostinguda, en màxims dels últims anys. En aquesta mateixa línia, des de CaixaBank Research, també hem millorat les perspectives de l'activitat de la zona de l'euro fins a l'1,9% el 2017 i l'1,8% el 2018, amb una revisió a l'alça generalitzada entre països i amb el suport de la solidesa de la demanda domèstica, de la recuperació gradual del mercat laboral i d'unes condicions financeres acomodatícies. No obstant això, com va comentar la Comissió en l'actualització del seu escenari, l'economia europea continua operant en un entorn d'incertesa i de riscos globals importants. A més a més, existeixen llastos que impedeixen una acceleració del creixement a mitjà termini, com l'elevat endeutament i el baix creixement de la productivitat. En aquest sentit, una de les tasques pendents continua sent aprofundir en la integració europea, un procés que podria rebre una embranzida renovada del nou president francès, l'europeista Emmanuel Macron, que va sortir elegit en la segona volta de les eleccions presidencials amb més del 60% dels vots.

El creixement de la zona de l'euro s'enforteix. L'estimació preliminar d'Eurostat palesa que el PIB de la zona de l'euro va créixer el 0,5% intertrimestral en el 1T, el mateix registre que en el trimestre anterior, i l'1,7% en termes interanuals. El bon to va ser generalitzat per països, amb avanços intertrimestrals del PIB especialment destacables a Portugal (l'1,0%) i a Espanya (el 0,8%), però també amb bones dades a Alemanya (el 0,6%) i a França (el 0,4%). En negatiu, Itàlia va continuar mostrant un creixement feble (el 0,2% intertrimestral). Més enllà de la zona de l'euro, en el 1T, els països de l'Europa emergent també van exhibir bones dades i van accelerar el ritme de creixement: Romania va registrar un avanç del 5,6% interanual i Polònia i Hongria van sorprendre a l'alça amb un creixement del 4,1% interanual en els dos casos.

Els indicadors d'activitat evidencien que el 2T manté un ritme d'avanç sòlid. Al conjunt de la zona de l'euro, l'índex de sentiment empresarial compost (PMI) es va situar, al maig, en els 56,8 punts, el mateix registre que a l'abril. Així i tot, l'indicador de sentiment es manté en zona clarament expansiva de l'activitat i assoleix màxims des de l'abril del 2011. Per països, vam conèixer els registres de França i d'Alemanya, que es mantenen també en màxims des del 2011: 57,6 punts a França,

Previsions del PIB de la Comissió Europea

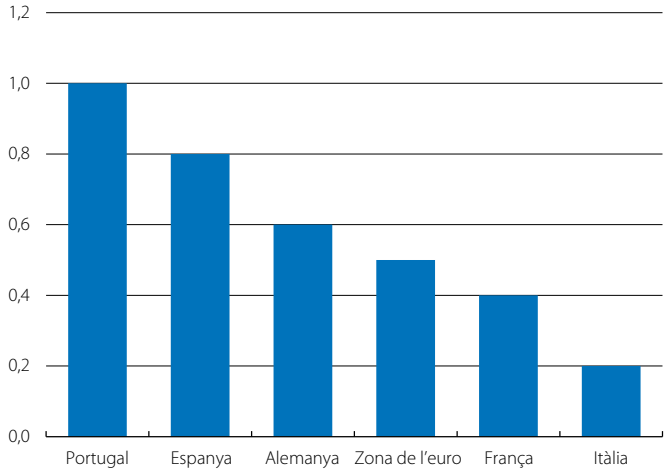
Variació anual (%)

	Previsió		Variació en relació amb la previsió febrer 2017 (p. p.)	
	2017	2018	2017	2018
Zona de l'euro	1,7	1,8	▲ 0,1	=
Alemanya	1,6	1,9	=	▲ 0,1
França	1,4	1,7	=	=
Itàlia	0,9	1,1	=	=
Espanya	2,8	2,4	▲ 0,5	▲ 0,3
Portugal	1,8	1,6	▲ 0,2	▲ 0,1
Regne Unit	1,8	1,3	▲ 0,3	▲ 0,1

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

Zona de l'euro: PIB del 1T 2017

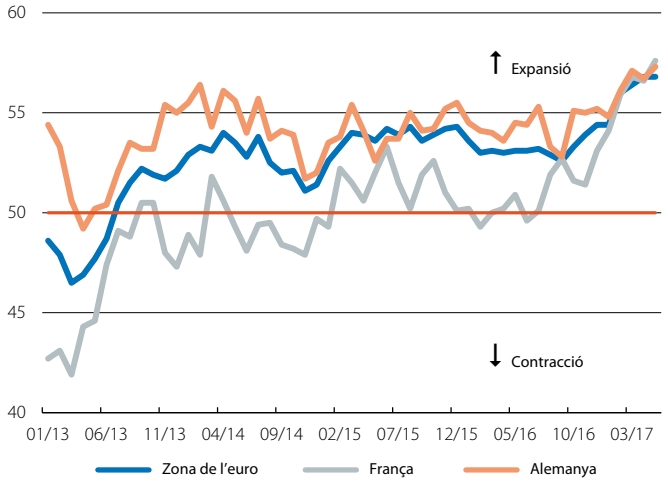
Variació intertrimestral (%)



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.*

màxim des del maig del 2011, i 57,3 punts a Alemanya, màxim des de l'abril del 2011. Malgrat que amb una mica més de retard en la seva publicació, altres indicadors també apunten a una major solidesa de l'activitat. En aquest sentit, al març, la producció industrial de la zona de l'euro va augmentar l'1,9% interanual, arran d'un avanç generalitzat als principals països de la zona de l'euro (l'1,3% a Alemanya, el 2,0% a França, el 2,8% a Itàlia i el 0,4% a Espanya).

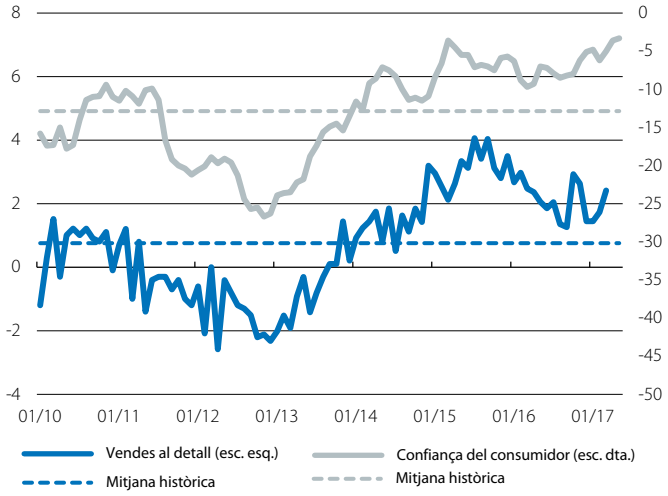
El consum de les famílies dóna suport a l'avanç de l'economia. Les vendes al detall de la zona de l'euro van augmentar el 2,4% interanual al març i van tancar el 1T amb una acceleració en relació amb els registres del gener i del febrer. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro manté la dinàmica de millora observada des de mitjan 2016 i, al maig, es va situar en els –3,3 punts, lleugerament per damunt del registre de l'abril i en un nivell màxim des de l'any 2007. El bon to del consum privat es basa en unes condicions financeres acomodatícies, afavorides, a curt termini, per la política monetària expansiva del BCE i per la millora del mercat laboral com a factor a mitjà termini (a l'abril, la taxa d'atur es va situar en el 9,3%, la més baixa des del març del 2009).

Les condicions financeres acomodatícies faciliten l'accés al crèdit a les empreses. Segons ho recull l'última enquesta d'accés al finançament extern per part de les empreses, recopilada pel BCE, entre l'octubre del 2016 i el març del 2017, la demanda de crèdit de les pimes va augmentar de forma moderada al conjunt de la zona de l'euro. A l'enquesta, les pimes assenyalen que aquest augment de les necessitats de finançament extern va anar acompanyat d'una major disponibilitat de crèdit bancari i d'uns tipus d'interès més baixos. En aquesta línia, a l'enquesta, les pimes indiquen que la disponibilitat de finançament extern no és una de les principals preocupacions a les quals s'enfronten. Això reflecteix tant la consolidació de la recuperació, que millora les perspectives econòmiques de les empreses i la seva solvència, com la transmissió de la política monetària expansiva del BCE, que es tradueix en unes condicions financeres acomodatícies que donen suport a la recuperació de la zona de l'euro.

La inflació manté una senda de normalització. Al maig, la inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), es va situar en l'1,4%, –0,5 p. p. en relació amb el registre de l'abril, a causa d'una menor contribució del component energètic, que respon a la desaparició gradual de l'efecte graó del preu del petroli, i dels serveis. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou els components volàtils (energia i aliments no processats), es va situar en l'1,0%, –0,2 p. p. en relació amb el registre de l'abril, a causa de la desaparició de l'efecte calendari de Setmana Santa, que, en caure enguany a l'abril (al març, l'any anterior), va propiciar un augment temporal dels preus dels serveis relacionats amb els paquets vacacionals. Un cop passats aquests moviments volàtils temporals, en els propers mesos, la inflació subjacent prosseguirà una recuperació gradual, amb el suport de la millora del mercat laboral, mentre que la inflació general anirà convergint cap a la subjacent a mesura que desaparegui l'efecte

Zona de l'euro: indicadors de consum

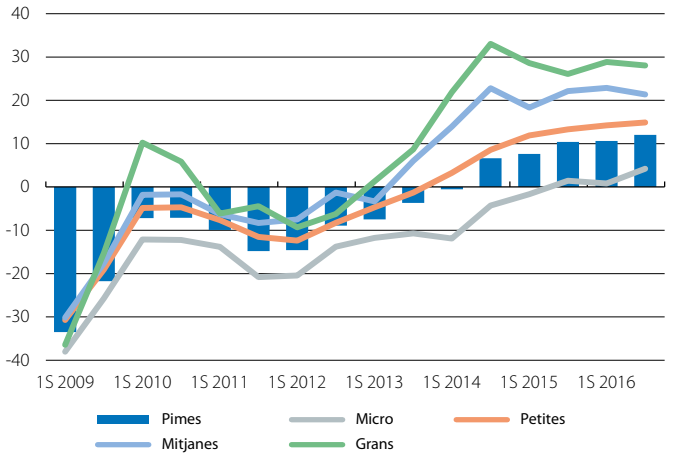
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Zona de l'euro: accés de les empreses al finançament extern en funció de la dimensió de l'empresa

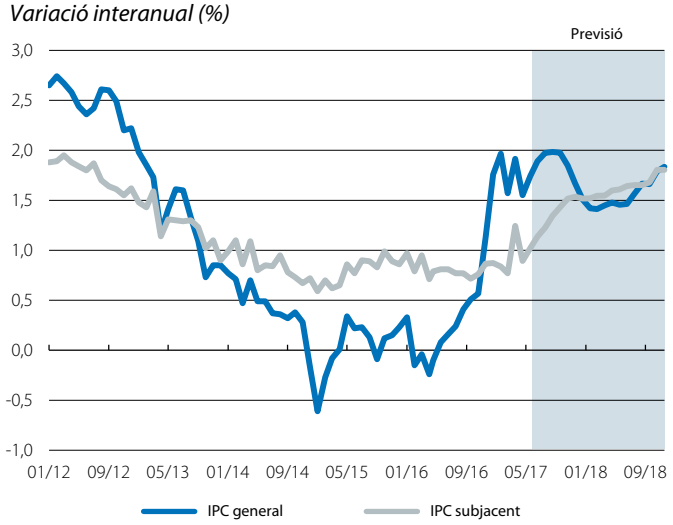
(% d'empreses que reporten millores en relació amb el període anterior)



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

Variació interanual (%)



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

base de les caigudes del preu del petroli el 2014 i el 2015 i la seva posterior recuperació al llarg del 2016.

PORTUGAL

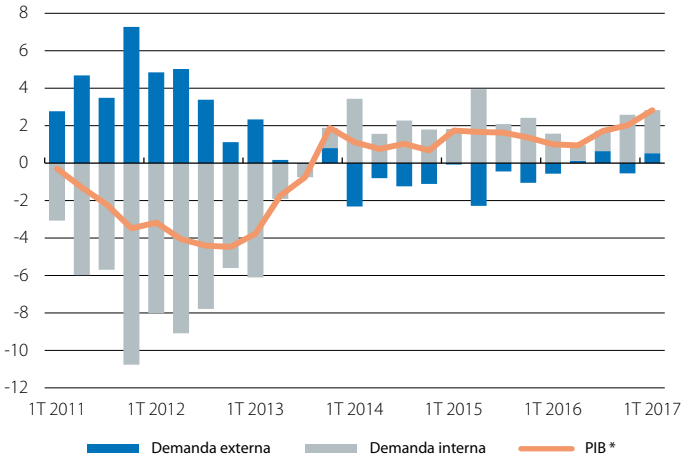
Milloren les perspectives econòmiques a Portugal. L'economia lusitana va accelerar el ritme de creixement en el 1T, fins a l'1,0% intertrimestral (enfront del 0,7% del el 4T) i el 2,8% en termes interanuals. En el desglossament per components, destaca la important contribució de la demanda interna (+2,3 p. p.), liderada per l'avanç del consum privat (el 2,2% interanual) i per la inversió (el 8,9%), mentre que la variació d'existències va restar 0,5 p. p. al creixement interanual. La demanda externa també hi va contribuir positivament (+0,5 p. p.), amb un fort creixement de les exportacions (el 9,7% interanual) i de les importacions (el 8,0%), que reflecteixen la solidesa de la demanda interna. Amb aquesta bona dada del 1T i amb uns indicadors d'activitat que apunten a una acceleració del creixement el 2017, CaixaBank Research ha revisat a l'alça les previsions per al 2017, fins al 2,5%, i per al 2018, fins a l'1,8%. D'aquesta manera, s'espera que, en els propers mesos, l'economia de Portugal mantingui un avanç sòlid i basat en un patró de creixement més equilibrat entre demanda interna i externa.

La Comissió Europea recomana tancar el Procediment de Dèficit Excessiu per a Portugal. La Comissió ha realitzat una avaluació positiva del Pla d'Estabilitat 2017-2021 presentat pel Govern português al final d'abril. En aquest Pla, el Govern projecta per al 2017 un dèficit públic de l'1,5% del PIB i un deute públic del 127,9% del PIB, xifres sensiblement inferiors a les del 2016 (dèficit del 2,0% i deute del 130,4%). A més a més, el Pla d'Estabilitat contempla que el pressupost públic redueixi el dèficit de forma gradual fins a tancar el 2021 amb un superàvit pressupostari de l'1,3% i un deute públic del 109,4%. En la seva recomanació, la Comissió ha valorat de forma positiva que Portugal ja tanqués el 2016 amb un dèficit inferior al 3% que marquen els tractats de la UE i, a més a més, ha considerat que el Pla d'Estabilitat presentat garanteix que el Govern lusità mantindrà el saldo públic dins els criteris dels tractats europeus. D'aquesta manera, s'espera que el Consell Europeu segueixi la recomanació de la Comissió i faci efectiu el tancament del Procediment de Dèficit per a Portugal, la qual cosa propiciarà que l'economia portuguesa es beneficiï d'unes millors condicions financeres per part dels inversors.

La inflació es normalitza de forma gradual. Després de les baixes inflacions registrades el 2014, el 2015 i el 2016, arran de l'impacte de les caigudes del preu del petroli, en el 1T 2017, la inflació general es va situar en l'1,4%, esperonada per l'augment dels preus energètics. A l'abril, a aquesta contribució del component energètic, es va afegir l'efecte calendari de Setmana Santa, amb augments dels preus de béns i serveis relacionats amb el transport, la restauració i l'hoteleria. Així, la inflació general va experimentar un fort rebot fins al 2,4%. En els propers mesos, aquests efectes temporals s'esvairan, i la inflació mantindrà una dinàmica de recuperació suau, amb el suport de la millora del mercat laboral i de l'augment dels preus globals per a les importacions de béns intermedis.

Portugal: PIB

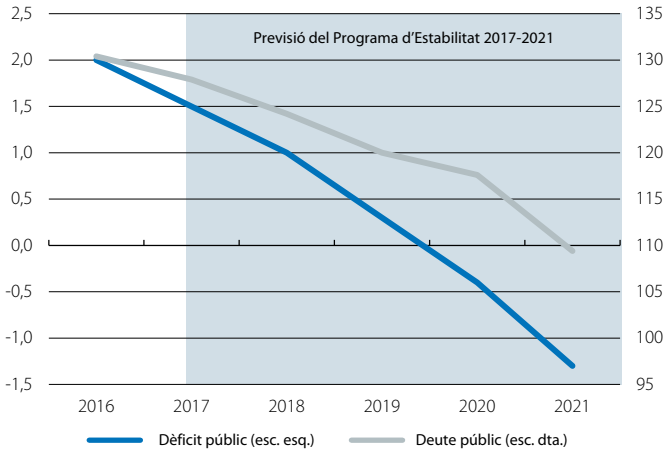
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Portugal: dèficit i deute públic segons el Programa d'Estabilitat

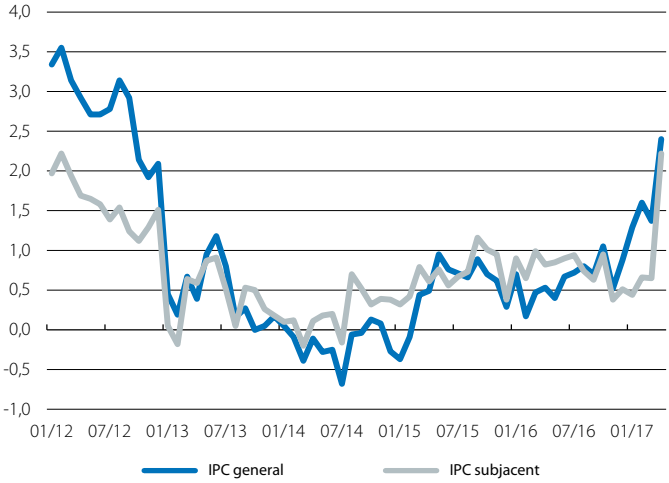
(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Portugal: IPC harmonitzat

Variació interanual (%)



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

FOCUS · Rastrejant la inflació subjacent: la cadena de formació de preus

A causa de la volatilitat recent dels preus energètics i dels aliments no processats, per poder analitzar les dinàmiques de fons dels preus, el BCE ha centrat l'atenció en l'evolució de la inflació subjacent, que exclou aquests components. En Focus anteriors,[1] hem analitzat com l'evolució de la inflació subjacent depèn del mercat laboral. Una de les raons és que el principal component de la inflació subjacent, els serveis, amb el 54% de la cistella, és especialment intensiu en el factor treball. No obstant això, hi ha un altre component important que rep menys atenció: els béns industrials no energètics (BINE), que representen el 32% de la cistella.[2] Com s'observa al primer gràfic, la inflació dels BINE està molt menys vinculada a la posició cíclica de l'economia. Quins són, doncs, els seus determinants clau i les seves perspectives?

Els BINE són béns manufacturats,[3] i els seus preus es formen al llarg d'una cadena de producció en què intervenen primeres matèries, factors productius, importacions i béns intermedis i que donen lloc a indicadors de preus de producció finals.[4] El segon gràfic mostra l'associació entre els preus dels BINE i els principals indicadors de preus de producció. Entre aquests últims, n'hi ha dos que són especialment informatius: els preus dels béns intermedis, indicatius per a les etapes inicials de la cadena, i els preus dels béns de consum no alimentaris, per a les etapes finals de la cadena. Com s'observa, els preus dels BINE estan especialment associats al preu de producció dels béns de consum no alimentaris. A més a més, els moviments dels preus de producció triguen a tenir el seu màxim impacte sobre els preus dels BINE: el retard és de vuit mesos en relació amb els béns de consum no alimentaris. Anàlogament, si reculem un altre pas en la cadena productiva, també existeix una forta transmissió dels preus dels béns intermedis als preus dels béns de consum no alimentaris, que assoleixen el seu màxim impacte amb un retard d'uns set mesos.

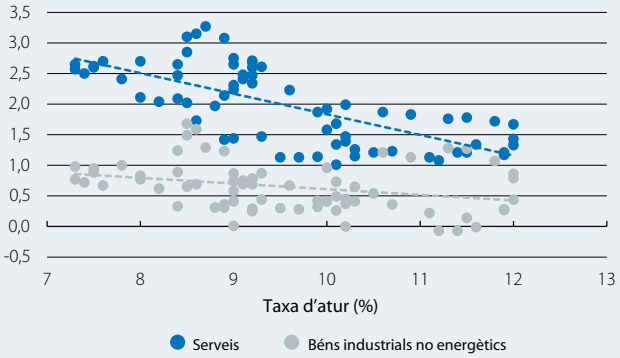
Com ho mostra el tercer gràfic, des del final del 2016, s'ha produït una recuperació significativa de la inflació dels béns intermedis, que procedeix, en especial, dels béns intermedis importats i reflecteix la recuperació dels preus de producció globals a la qual han contribuït les primeres matèries. Així, segons les relacions que acabem de veure, aquesta dinàmica ofereix indicis per a la recuperació de la inflació dels BINE en els propers mesos.

En la mesura que aquesta transmissió dels preus de producció sigui efectiva, se sumarà a la millora del mercat laboral com a suport per a la recuperació de la inflació subjacent. Com hem vist en aquest Focus i en anteriors, són dos processos que fan preveure una recuperació gradual de la inflació subjacent, quelcom que planarà sobre les properes reunions del BCE.

1. Vegeu «Escenaris de la inflació subjacent: activitat, perifèria i petroli», a l'IM12/2016.
2. El 14% restant correspon a aliments processats.
3. La cistella dels BINE inclou des de productes farmacèutics i de cura personal fins a cotxes i ordinadors, passant per calçat i vestit.
4. La diferència entre els preus de producció i al consum correspon als marges de distribució i de venda al detall.

Preus de béns i serveis i activitat econòmica *

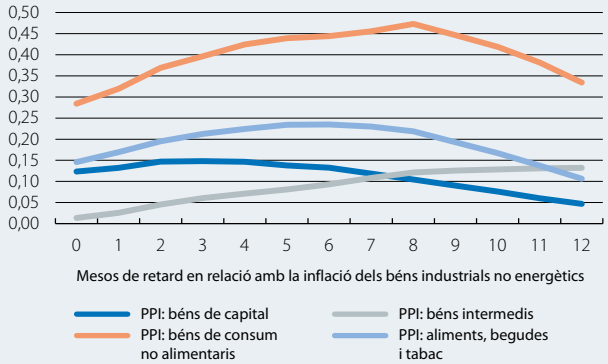
Inflació (%)



Nota: ** Cada punt representa els valors d'inflació i d'atur en un moment del temps (trimestre) entre el 1T 2000 i el 1T 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

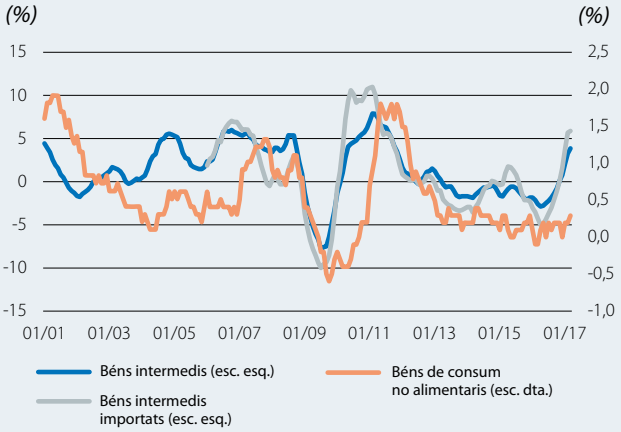
Preus al consum dels béns industrials no energètics i preus de producció industrial (PPI)

*Grau d'associació (R-quadrat) **



Nota: ** R-quadrat de la regressió de la inflació dels béns industrials no energètics (BINE) sobre un valor endarrerit del component de la inflació dels preus industrials.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Pressions inflacionistes en els preus de producció industrial



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

FOCUS · La bretxa creixent de la productivitat entre empreses

Un fenomen que genera molt debat en l'entorn acadèmic i de política econòmica és el baix creixement de la productivitat a la majoria d'economies avançades. Tot i que aquesta és la tendència general, la realitat a nivell empresarial és molt diferent, amb molta diversitat entre empreses (vegeu el gràfic adjunt).

Per exemple, les anomenades «empreses frontera» de l'any 2003 (les que exhibien un nivell superior de productivitat) van mantenir un ritme de creixement de la productivitat també superior al de les altres durant els anys següents.[1] Una mostra d'això és que les «empreses frontera» de l'OCDE al sector manufacturer, entre els anys 2003 i 2013, van créixer, de mitjana, el 2,7% anual, mentre que el creixement de la resta es va quedar en l'1% (el diferencial encara és més gran al sector serveis).

La bretxa creixent de productivitat entre les empreses s'explica, sobretot, per dos factors: els avanços tecnològics i la globalització.

Pel que fa al primer factor, cal destacar que la incorporació de millores tecnològiques no solament es limita a la robotització i a l'automatització dels processos productius, sinó també a les millores organitzatives, al desenvolupament de noves idees, etc. Malgrat que, històricament, les noves tecnologies sempre han estat adquirides inicialment per un nombre limitat d'empreses (pensi el lector en la incorporació dels telers a les fàbriques tèxtils, en els primers ordinadors, etc.), a poc a poc, aquestes millores s'han estès a la resta d'empreses. No obstant això, diversos articles acadèmics suggereixen que el procés de «difusió» de la tecnologia s'ha estancat en els últims anys, la qual cosa explicaria la disparitat creixent entre els nivells productius de les empreses.[2] Dos factors expliquen aquest estancament: la complexitat creixent dels avanços tecnològics i el nombre limitat de treballadors capaços d'aprofitar aquestes millores.

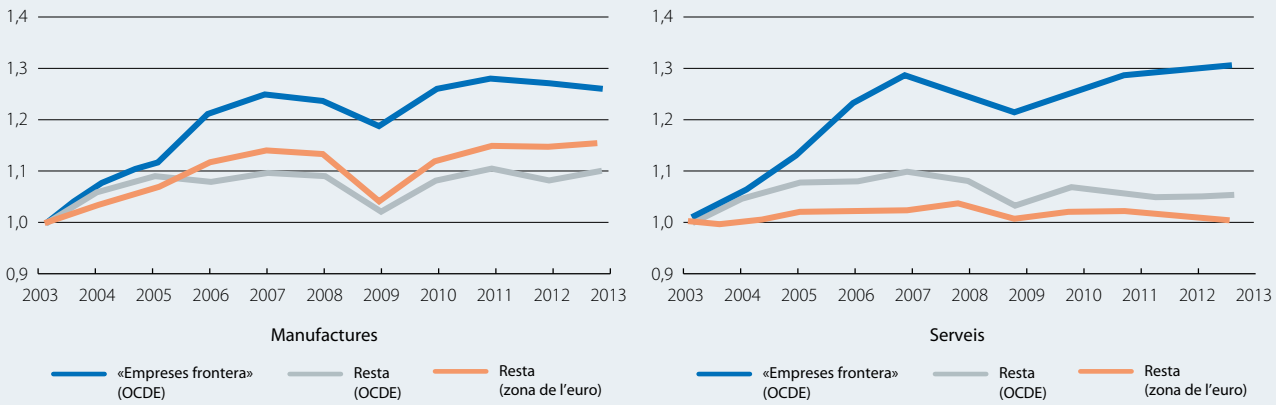
Un altre element que també pot ajudar a explicar la creixent bretxa productiva és que la tecnologia facilita l'expansió de les empreses més productives. Un exemple d'això són les noves plataformes digitals que comparen els preus i la qualitat d'una gran varietat de productes (assegurances, vols, hotels, etc.), la qual cosa facilita que les empreses més productives guanyin quota de mercat i exhibeixin una taxa de creixement superior. Això permet que explotin més les economies d'escala, la qual cosa les ajuda a continuar mantenint una taxa de creixement de la productivitat més elevada.[3]

En segon lloc, la globalització és un altre factor que pot haver contribuït a augmentar la dispersió de la productivitat entre empreses. Un entorn globalitzat promou que determinades empreses (per regla general les més grans i internacionalitzades) estiguin més relacionades comercialment entre si (en argot econòmic, que participin de forma més activa en les cadenes de valor globals). Aquesta major interconnectivitat facilita l'intercanvi d'idees i de les millores tecnològiques entre les empreses més productives, la qual cosa permet que incorporin aquests avanços en el procés productiu. Així mateix, la globalització ha propiciat que determinades empreses puguin descentralitzar una part del procés productiu (un exemple seria l'*offshoring* cap a països amb salaris més baixos) i centrar-se en els segments productius de més valor afegit, i amb un creixement de la productivitat també superior.

La dispersió creixent de la productivitat entre empreses no és un fenomen intranscendent, ja que té importants repercussions socials i econòmiques, com, per exemple, que la dispersió dels beneficis empresarials i dels salaris també sigui major.[4] En aquest sentit, és peremptori promoure un marc que afavoreixi la difusió tecnològica i que faciliti que els beneficis que aporta una major internacionalització de l'economia a nivell agregat estiguin a l'abast del major nombre possible d'empreses i de treballadors.

*Productivitat * per tipologia d'empreses*

Índex (1 = 2003)



Nota: ** La productivitat aparent del treball es defineix com el valor afegit per hora treballada (euros per hora).*
Font: *BCE (Economic Bulletin, maig del 2017).*

1. Vegeu OCDE (2016), «The Productivity-Inclusiveness Nexus».
2. Vegeu BCE, «La desacceleració de la productivitat de la zona de l'euro en un context global», Butlletí Econòmic, núm. 3/2017.
3. Vegeu OCDE (2016), «The global productivity slowdown, technology divergence, and public policy: A firm level perspective».
4. Vegeu OCDE (2017), «The Great Divergence(s)».

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	04/17	05/17
Vendes al detall *(variació interanual)*	3,2	2,2	2,0	1,5	2,4	1,9	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	2,1	1,4	1,0	1,0	2,3	1,2	...	...
Confiança del consumidor	–6,3	–7,8	–7,9	–8,3	–6,5	–5,5	–3,6	–3,3
Sentiment econòmic	104,2	104,8	104,2	104,2	106,9	108,0	109,7	109,2
PMI manufactures	52,2	52,5	52,0	52,1	54,0	55,6	56,7	57,0
PMI serveis	54,0	53,1	53,1	52,6	53,4	55,1	56,4	56,2
Mercat de treball								
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2	...	–	...
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	10,2	9,9	9,7	9,4	9,3	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	4,2	4,1	3,9	3,9	3,9	...
França *(% pobl. activa)*	10,4	10,0	10,1	10,0	10,0	9,6	9,5	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,7	11,6	11,8	11,6	11,1	...
Espanya *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	20,2	19,3	18,6	18,2	17,8	...

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,6**	**3,7**	**3,7**	**3,6**	**3,5**	**3,6**	**3,6**	**...**
Alemanya	8,6	8,3	8,9	8,6	8,3	8,3	8,3	8,3	...
França	–0,2	–0,9	–0,8	–1,2	–0,9	–1,2	–1,2	–1,2	...
Itàlia	1,4	2,6	2,2	2,5	2,6	2,5	2,5	...	...
Espanya	1,4	2,0	1,7	1,8	2,0	2,0	2,1	2,1	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**92,3**	**94,7**	**94,8**	**95,1**	**94,8**	**94,3**	**93,8**	**94,4**	**94,1**

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17	04/17
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[1]	–0,3	1,8	1,7	2,0	2,1	2,2	1,9	2,3	2,4
Crèdit a les llars[1, 2]	0,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4	2,4
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[3] *(%)*	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,4	...
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge[4] *(%)*	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	...
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	11,1	10,0	10,1	9,5	9,3	9,3	9,2	10,1	10,1
Altres dipòsits a curt termini	–3,8	–1,8	–1,8	–1,2	–2,0	–2,2	–2,1	–2,5	–2,8
Instruments negociables	2,6	2,8	2,3	5,4	4,5	7,0	3,5	9,0	1,5
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,8	0,5	0,6	0,5	0,4	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 · L'economia espanyola guanya tracció en un context extern més favorable

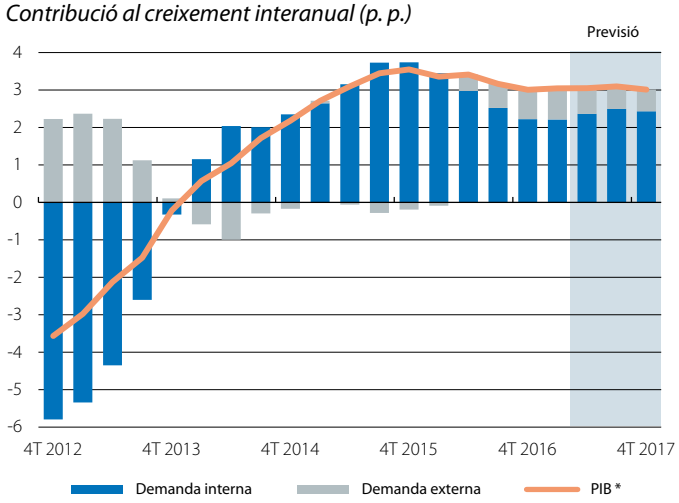
El creixement econòmic es va accelerar fins al 0,8% intertrimestral en el 1T, 1 dècima per damunt del registre del 4T 2016. En termes interanuals, es va mantenir en un elevat 3,0%. Ara com ara, l'economia espanyola no mostra signes de desacceleració, sinó, més aviat, el contrari: els indicadors avançats dels mesos d'abril i maig mostren que el ritme d'avanç es manté en cotes similars a les del 1T, o que podrien arribar a ser lleugerament superiors. Atès aquest bon funcionament, CaixaBank Research ha revisat a l'alça el creixement previst per al 2017, del 2,8% al 3,1%, i per al 2018, del 2,4% al 2,5%. Els registres previstos són, per tant, netament superiors als esperats a la majoria d'economies avançades. També paga la pena destacar que l'elevat ritme de creixement registrat en els tres últims anys ha permès que el PIB recuperi el nivell precrisi. En termes nominals, aquesta fita es va assolir en el 1T 2017 i, en termes reals, s'ha aconseguit durant l'actual 2T 2017. A més a més, la composició del creixement és més equilibrada que en l'anterior etapa expansiva: en el 1T 2017, la demanda interna va tenir una aportació de 2,2 p. p. al creixement interanual del PIB, i la demanda externa també va presentar una contribució positiva, de 0,8 p. p.

L'entorn extern és més favorable. El major vigor de l'economia espanyola s'explica per diversos factors, tant externs com interns. D'una banda, els vents de cua que han impulsat el creixement econòmic en els dos últims anys tenen una inèrcia superior a l'esperada: el preu del petroli augmenta de forma molt pausada i les condicions financeres continuen sent molt favorables, i s'espera que el procés de normalització monetària a la zona de l'euro sigui molt gradual. A més a més, les notícies que arriben dels nostres principals socis comercials, els països de la zona de l'euro, també són positives: les perspectives de creixement milloren, les incerteses polítiques remeten, en especial després de la victòria d'Emmanuel Macron a les eleccions franceses, i el procés de negociació del *brexit*, de moment, no és tan disruptiu com es temia. Entre els factors interns, les reformes estructurals implementades en els últims anys i els guanys en competitivitat també continuen contribuint a aquest bon funcionament de l'economia. Així mateix, cal no oblidar que la posició cíclica de l'economia espanyola deixa un marge ampli perquè l'expansió mantingui l'embranzida el 2017 i el 2018, amb un consum privat i una inversió que encara no han recuperat els nivells màxims assolits el 2008.

El consum privat es va desaccelerar, de forma puntual, en el 1T. En concret, el consum de les llars va avançar un contingut 0,4% intertrimestral en el 1T 2017, el registre més baix des del 3T 2014. No obstant això, de cara al 2T, la bona evolució de la confiança del consumidor i de les vendes al detall a l'abril palesa que el consum privat recupera el dinamisme. Així mateix, la bona marxa del mercat laboral i les favorables condicions d'accés al crèdit, propiciades per la política monetària acomodatícia del

PIB

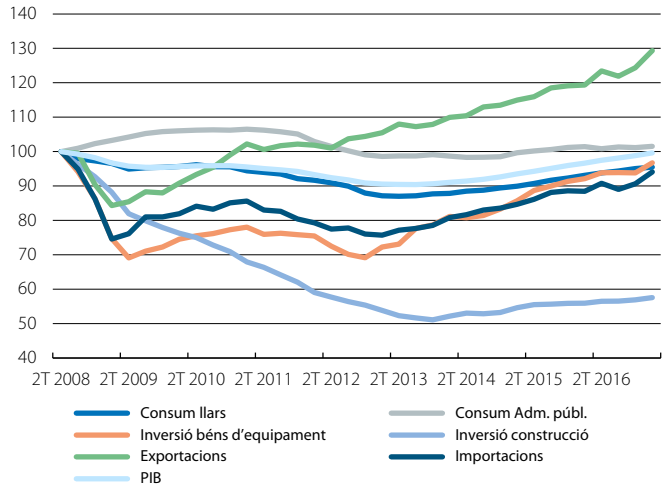
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Components del PIB

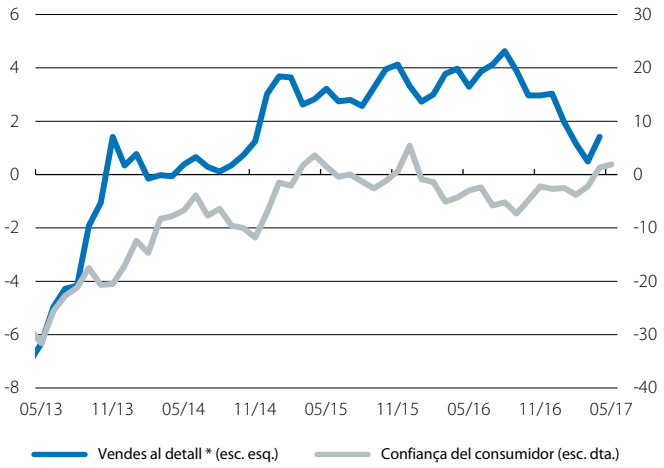
Índex (100 = 2T 2008)



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

Vendes al detall i confiança del consumidor

Variació interanual (%) *Nivell*



Nota: ** Mitjana mòbil de tres mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

BCE i per la major capacitat de la banca per atorgar préstecs a les llars, continuaran sent un suport fonamental per al consum.

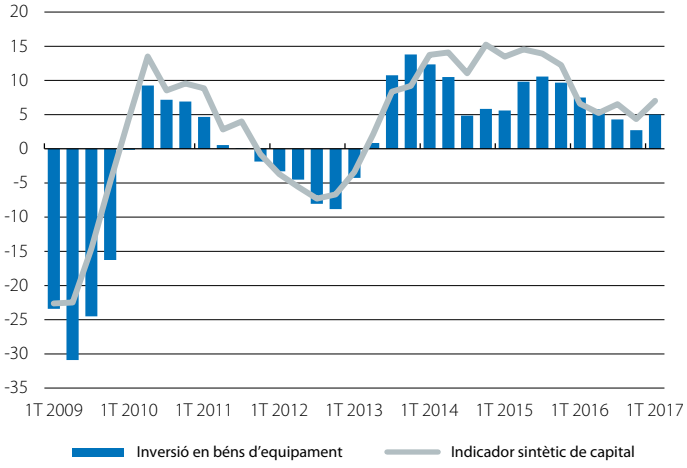
La inversió empresarial recupera la bona forma. En el 1T, el fort repunt de la inversió en béns d'equipament va compensar la desacceleració del consum privat. En particular, aquest component va créixer un destacable 3,1% intertrimestral i va deixar enrere l'atonia dels dos trimestres precedents. Aquesta línia de solidesa es veu reforçada per uns indicadors de sentiment empresarial coincidents amb fases d'expansió robusta i permeten presagiar que el repunt del 1T té un apreciable recorregut a l'alça. Així, l'índex de sentiment econòmic (ESI) que publica la Comissió Europea es va situar, a l'abril, en els 108,4 punts, per damunt de la mitjana del 2016 (106,3). Per la seva banda, l'índex PMI de manufactures es va situar en els 54,6 punts i el de serveis, en els 57,4 punts; tots dos també per damunt de la mitjana del 2016.

L'activitat immobiliària traça una tendència alcista. Segons les dades de comptabilitat nacional, en el 1T 2017, la inversió en habitatge residencial va créixer un notable 2,7% intertrimestral (el 5,5% interanual), la qual cosa reflecteix que la recuperació del sector immobiliari guanya tracció. En aquesta tessitura, els visats d'inici d'obra van créixer el 20,3% al març (acumulat de 12 mesos), però, malgrat això, se situen encara en nivells relativament baixos i evidencien que el sector té un important recorregut alcista, sense que això impliqui acostar-se als excessos del passat. Pel costat de la demanda, les compravendes d'habitatges mostren un dinamisme elevat: van augmentar el 15,1% interanual al març (acumulat de 12 mesos). L'impuls de la demanda es trasllada al preu de l'habitatge, que va pujar el 2,2% interanual en el 1T 2017 (el 0,9% en termes intertrimestrals), segons el Ministeri de Foment, un registre que se situa per damunt de la mitjana del 2016. Aquesta acceleració de l'índex de preus que calcula el Ministeri de Foment coincideix amb la que ja mostrava l'índex de preus de l'INE en la segona meitat del 2016. De cara als propers trimestres, el preu de l'habitatge mantindrà una senda ascendent, que, malgrat tot, continuarà evidenciant una marcada heterogeneïtat. Així, l'impuls de la demanda es deixarà sentir, en especial, a les zones *prime* (grans ciutats), on hi ha escassetat d'oferta, mentre que hi haurà zones en què el mercat continuarà més endarrerit.

El sector exterior creix amb força gràcies al dinamisme exportador. Segons les dades de comptabilitat nacional, les exportacions en termes reals van avançar un robust 4,0% intertrimestral (el 8,4% interanual). El repunt es dóna tant en l'exportació de serveis, que es continua beneficiant del bon moment del turisme, com de béns. Per la seva banda, les importacions en termes reals també van repuntar, tot i que en menor mesura, amb un avanç del 3,8% intertrimestral (el 6,4% interanual). Les dades de duanes del març, en termes nominals, confirmen les tendències dels comptes nacionals, amb unes exportacions de béns que van avançar el 5,1% interanual (acumulat de 12 mesos). La importació de béns, per la seva banda, va augmentar un notable 3,8% interanual, en part per l'encariment del preu del petroli en el 1T. De tota manera, el saldo per compte corrent es va situar en el 2,1% del PIB i va batre un nou rècord històric.

Inversió en equipament

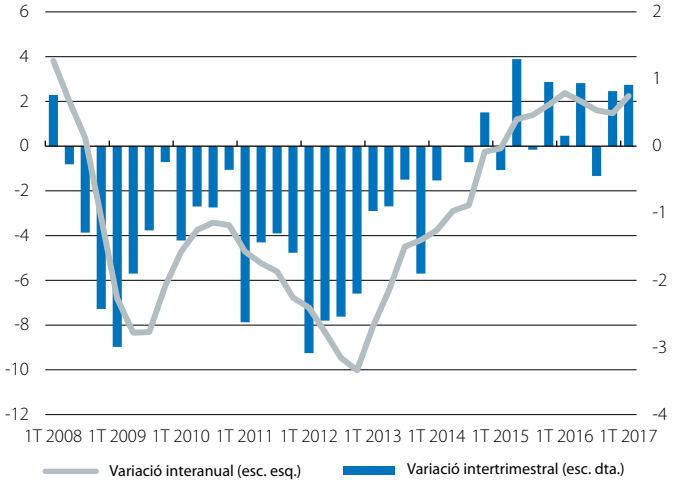
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Ministeri d'Economia, Indústria i Competitivitat.*

Preu de l'habitatge

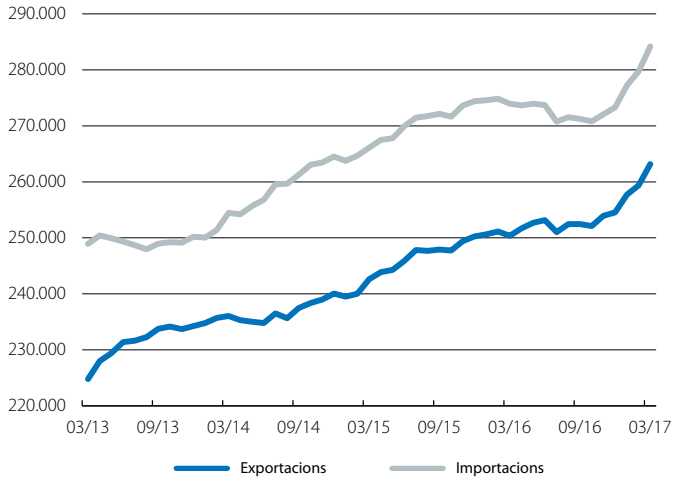
Variació (%) *Variació (%)*



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

Exportacions i importacions de béns

(Milions d'euros)



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

El mercat laboral continua batent expectatives. El nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar en 212.216 persones a l'abril, una xifra notablement superior a la previsió de CaixaBank Research (+155.000). Amb aquesta bona dada, el ritme de creació d'ocupació es va accelerar fins al 3,8% interanual (el 3,5% al març). Malgrat que s'esperava una bona dada, atès que enguany la Setmana Santa va caure íntegrament a l'abril (el 2016, va caure al març), l'evolució ha superat totes les expectatives. Una mostra d'això és que l'augment del nombre d'afiliats sense el component estacional es va situar en 101.006 persones, una dada excepcionalment elevada. I és que, més enllà del sector hoteler, que va augmentar el 8,8% interanual, la resta de sectors d'activitat també van evolucionar positivament, en especial la construcció i l'educació. Confirmant aquest bon funcionament, l'atur registrat va baixar en 129.281 persones i va propiciar que el ritme de descens de l'atur registrat s'intensifiqués fins al –10,9% interanual, la disminució més ràpida en tota la sèrie històrica. Per la seva banda, la dada de comptabilitat nacional d'ocupació equivalent a temps complet va oferir un augment del 2,5% interanual en el 1T, i tot fa pensar que mantindrà el bon to en els propers trimestres.

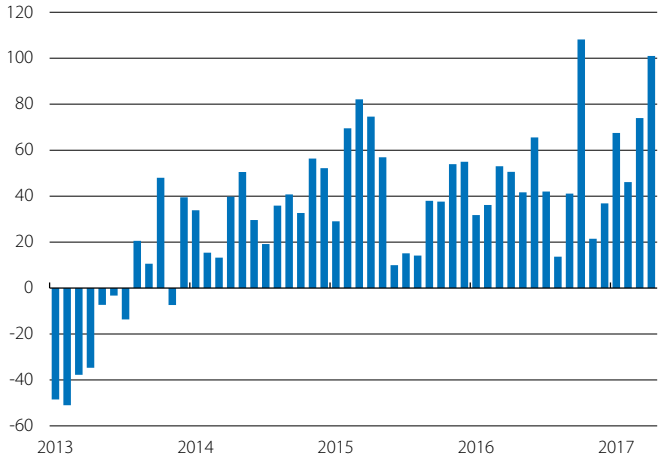
La inflació es modera. L'IPC va registrar un increment de l'1,9% interanual al maig, 7 dècimes menys que a l'abril, pel descens del preu dels carburants enfront de la pujada de l'any passat i per la baixada dels preus dels paquets turístics després de l'auge experimentat a la Setmana Santa. Per la seva banda, l'índex subjacent (el general sense energia ni aliments sense elaborar), del qual, ara com ara, només es disposa de dades fins a l'abril, va pujar l'1,2% en aquest mes per l'increment dels preus turístics per l'efecte de la Setmana Santa. Tot i que cal esperar que el repunt recent del preu del petroli faci que l'IPC general del juny corregeixi una part de la moderació del maig, de cara a la segona meitat del 2017, l'IPC reprendrà la tònica de la moderació a mesura que el preu del cru es vagi desaccelerant en termes interanuals. Per la seva banda, l'IPC subjacent mantindrà una suau tendència creixent, impulsada pel dinamisme del consum privat.

Els comptes públics també es beneficien de la bona conjuntura econòmica. El dèficit de les Administracions públiques es va reduir al 0,5% del PIB en el 1T 2017, 3 dècimes per sota del registre del 1T 2016. Així mateix, amb dades de l'abril, el dèficit de l'Estat va disminuir fins al 0,7% del PIB (l'1,3% a l'abril del 2016). Aquesta dada representa un ajust de 3 dècimes del total dels 1,2 p. p. necessaris per assolir l'objectiu de dèficit del 3,1% el 2017. Així mateix, l'entorn actual de tipus d'interès baixos permet que la partida de despeses destinada al pagament d'interessos continuï disminuint malgrat els alts nivells de deute públic (el 100,4% del PIB en el 1T 2017).

El bon moment que travessa l'economia propicia l'expansió del crèdit, situació afavorida per la continuïtat de la política monetària expansiva del BCE. Així, en l'acumulat del gener-març, el crèdit per a la compra d'habitatge va augmentar el 23,5% interanual, la qual cosa reflecteix la recuperació de la demanda al sector, i el crèdit al consum també va presentar un creixement robust, del 22,5% interanual. Pel que fa a les empreses, el crèdit a les pimes també guanya força en relació amb el 2016, amb un increment del 9,6% interanual. Per la seva banda, el crèdit a les grans empreses continua patint l'efecte del retorn de l'emissió de deute corporatiu, tot i que en menor mesura que el 2016.

*Afiliats a la Seguretat Social **

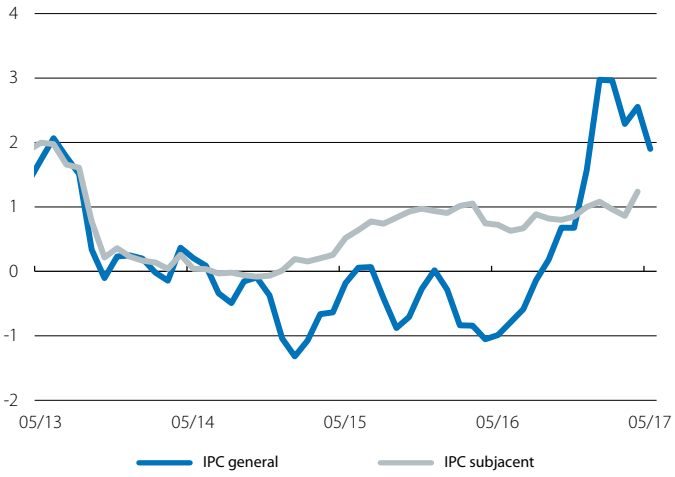
Variació mensual (milers de persones)



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

IPC

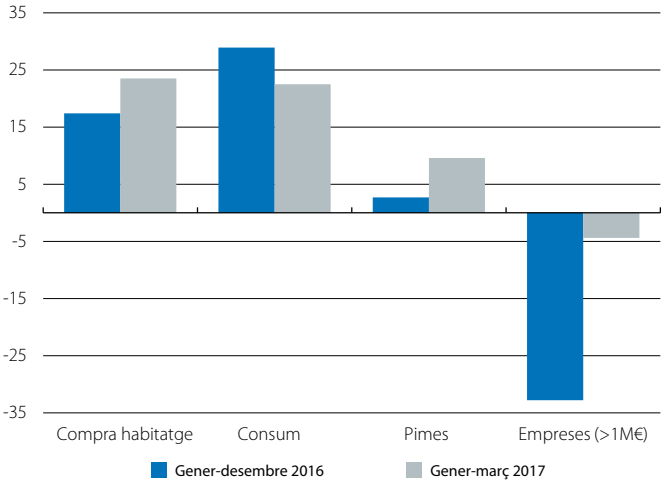
Variació interanual (%)



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

Concessió de crèdit nou

Variació interanual (%)



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

FOCUS · La dependència del finançament extern de l'economia espanyola

En els últims anys, l'economia espanyola ha fet importants progressos per corregir els principals desequilibris macroeconòmics que es van gestar en l'anterior etapa expansiva. No obstant això, una de les assignatures pendents és l'elevada dependència del finançament exterior: tot i que l'economia, en agregat, s'ha començat a desendeutar, el deute extern brut amb prou feines ha baixat. En concret, representava el 167,5% del PIB en el 4T 2016, un nivell molt similar al del 2012 (vegeu el primer gràfic).[1] El que sí s'ha produït en aquest període, tal com ho veurem tot seguit, és un canvi important en la composició sectorial del deute extern.

El principal factor que explica que el deute extern del total de l'economia no hagi disminuït en els últims anys és l'evolució del deute públic. En concret, de l'augment del deute públic de 63,8 p. p. del PIB entre el 2007 i el 2016, aproximadament la meitat (32,2 p. p.) es troba en mans estrangeres. De tota manera, cal remarcar que l'augment del deute públic extern no ha estat constant en aquest període, sinó que, el 2012, es va reduir de forma sobtada, ja que, amb la crisi del deute sobirà europeu, es va esvair l'apetència dels inversors internacionals pels títols de deute públic perifèric. De llavors ençà, el percentatge de deute públic en mans estrangeres ha augmentat de manera notable, fins a situar-se al voltant del 50% en l'actualitat (vegeu el segon gràfic).

En clar contrast, el procés de despalanquejament del sector privat està molt avançat.[2] Entre el 2T 2010, quan va assolir el nivell màxim, i el 4T 2016, el deute de les societats no financeres s'ha reduït en 31,4 p. p. del PIB. La major part d'aquest desendeutament ha estat domèstic, ja que, en aquest mateix període, el deute extern del sector només ha reculat en 9,9 p. p. En conseqüència, el percentatge de deute empresarial en mans estrangeres es troba en nivells màxims (al voltant del 39%).[3] Aquest increment s'explica tant per l'evolució dels préstecs empresarials com dels bons corporatius. Pel que fa als préstecs, que constitueixen el gros del deute corporatiu, el pes del finançament exterior és cada vegada més elevat: el 2016, el 26% dels préstecs tenien com a contrapartida la resta del món, percentatge que cal comparar amb el 21% del 2012. D'altra banda, els bons corporatius, malgrat que només representen el 2,7% del total del deute empresarial, guanyen protagonisme, tant pel major volum d'emissions com per l'increment de les compres per part dels no residents. En concret, el percentatge de bons corporatius en mans estrangeres ha augmentat del 9,1% del 2012 al 35,7% del 2016.

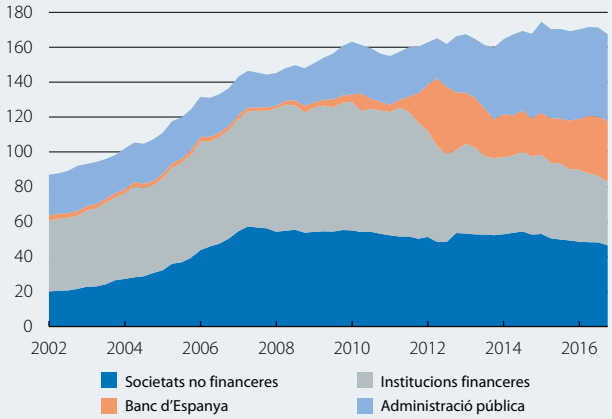
1. En aquest article, analitzem el deute extern en termes bruts. També és habitual avaluar la posició externa d'una economia a partir de la posició d'inversió internacional neta (PIIN). Vegeu el Focus «La posició externa de l'economia: com corregir-la?», publicat a l'IM09/2016.
2. El deute extern privat correspon gairebé íntegrament a deute empresarial. El deute extern de les llars és baix (només el 0,2% del seu deute són préstecs de la resta del món).
3. A més dels bons corporatius i dels préstecs, el deute extern empresarial inclou la inversió directa exterior en forma de préstecs intragrup.

Finalment, les institucions financeres van reduir de forma significativa el deute extern entre el 2T 2011 i el 4T 2012 (–26,2 p. p. del PIB), arran de la crisi del deute sobirà europeu, un procés que ha prosseguit de forma més gradual fins al 4T 2016, amb un descens d'11,1 p. p. addicionals. Així mateix, el deute total de les institucions financeres també ha baixat en aquest període a un ritme similar, de manera que el deute extern del sector financer, en percentatge del deute total del sector, s'ha mantingut estable al voltant del 45%. Així i tot, cal apuntar que, al sector financer, una part important del finançament prové del BCE, gràcies a les polítiques implementades en els últims anys i canalitzades a través del Banc d'Espanya.

Per al conjunt de l'economia, malgrat que, des del 2012, el deute total ha començat a recular, continua sent molt elevat, i el deute extern amb prou feines s'ha reduït. De tota manera, de cara al futur, s'espera que la dependència del finançament exterior es continuï reduint, la qual cosa propiciarà que l'economia espanyola sigui menys vulnerable a canvis en el sentiment inversor.

Deute extern

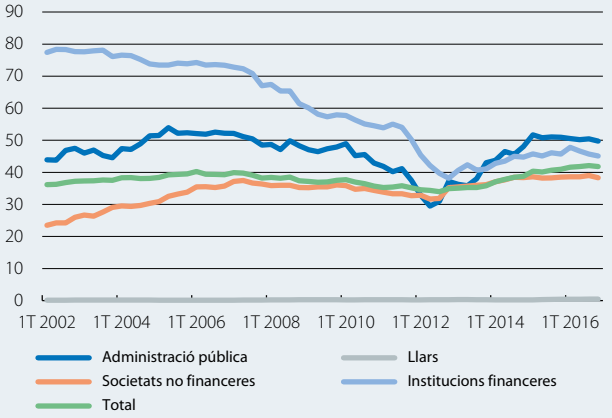
(% del PIB)



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

Deute extern per sectors institucionals

(% del deute total de cada sector)



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

FOCUS · Activitat immobiliària: una recuperació a dues velocitats

En el bienni 2015-2016, el PIB d'Espanya va créixer el 3,2% anual i es van crear més d'un milió de llocs de treball, la qual cosa va comportar una millora de la renda bruta disponible de les famílies. Aquesta evolució favorable en un context de tipus d'interès baixos ha impulsat la compra d'habitatges, que creix a ritmes de dos dígits.[1] Una conseqüència d'això és que l'activitat relacionada amb la comercialització d'habitatges es mostra molt vigorosa. De fet, el nombre d'empreses destinades a activitats immobiliàries va créixer el 7% el 2016, un increment similar al registrat per l'ocupació en aquest subsector durant el bienni 2015-2016.[2]

Tot i que l'evolució de la compra d'habitatges és molt positiva, el nombre d'habitatges iniciats mostra una recuperació molt més gradual i es troba encara en nivells històricament baixos. Sens dubte, el llegat de la crisi immobiliària, en forma d'*stock* d'habitatge nou, ha estat un fre per al creixement de la construcció residencial. De fet, el nombre d'empreses destinades a la construcció d'edificis continua reculant, malgrat que cada vegada ho fa a un ritme menor.[3] Pel que fa a les dades d'ocupació, són una mica més positives: el 2016, l'ocupació va augmentar el 5,3%, tot i que cal precisar que, en l'actualitat, aquest subsector té menys de la meitat dels afiliats que registrava el 2009.

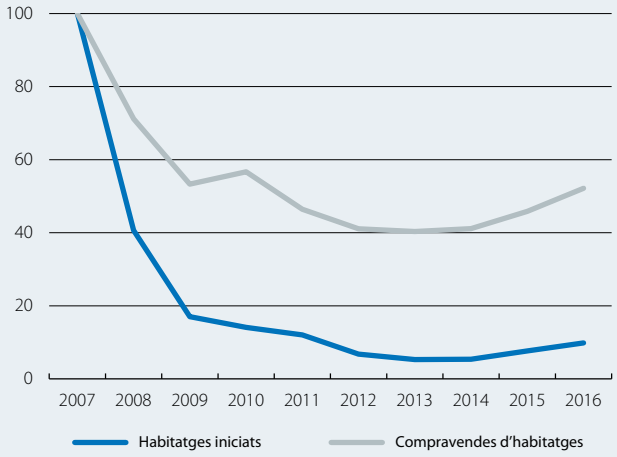
Paral·lelament, els resultats financers de les companyies del sector immobiliari posen de manifest aquesta evolució dispar entre els sectors destinats a la comercialització i a la construcció. Mentre que l'agregat dels beneficis de les companyies cotitzades dedicades a la construcció va augmentar el 18% el 2016, tot i que continua en números vermells, les empreses enfocades a activitats comercials van obtenir un benefici quatre vegades superior al del 2015.[4] Aquesta millora de la rendibilitat s'observa, també, per al total de les empreses d'aquest sector.

A mitjà termini, a mesura que els habitatges iniciats recuperin el protagonisme arran de la reducció gradual de l'*stock* d'habitatges nous per vendre, l'activitat en construcció d'edificis presentarà un major dinamisme, la qual cosa contribuirà a disminuir les disparitats actuals entre les activitats de comercialització i la construcció d'habitatges.

1. La compra d'habitatges va créixer el 15,1% interanual al març, dades acumulades de 12 mesos.
2. Dades per al grup CNAE 68: Activitats immobiliàries (compravenda i lloguer de béns immobiliaris per compte propi i per compte de tercers).
3. Dades per al grup CNAE 41: Construcció d'edificis (promoció immobiliària i construcció d'edificis).
4. Dades per al conjunt d'empreses constituïdes abans del 2015 i cotitzades a la Borsa de Madrid de la categoria 5.5 (Immobiliàries) i 5.10 (SOCIMI).

Habitatges iniciats i compravendes d'habitatges

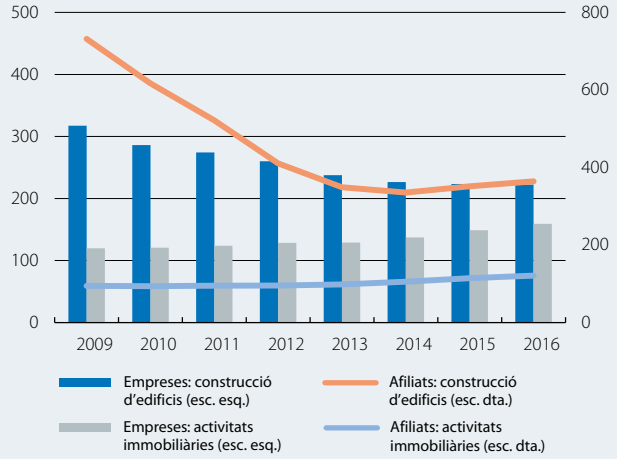
Índex (100 = 2007)



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

Nombre d'empreses i afiliats per activitat

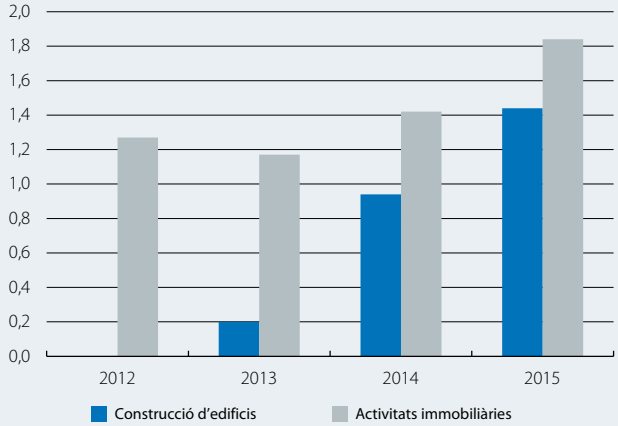
(Milers) *(Milers)*



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

Rendibilitat de les empreses del sector immobiliari

Resultat abans d'impostos/fons propis (ràtio)



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

FOCUS · El *rating* del deute sobirà: sense pressa però sense pausa

El passat 31 de març, l'agència de qualificació Standard & Poor's (d'ara endavant, S&P) va millorar la perspectiva del deute sobirà d'Espanya d'estable a positiva. Amb aquest moviment, l'agència nord-americana obre la porta a la millora de la nota creditícia (*rating*, en anglès) d'Espanya, que roman en BBB+ des de l'octubre del 2015, al llarg dels dos propers anys.[1] Si es compleixen les previsions de CaixaBank Research per a l'economia espanyola, el més probable és que la millora del *rating* es produeixi més aviat que tard.

La nota creditícia associada al deute sobirà és una qüestió d'especial rellevància per diverses raons. En primer lloc, perquè aporta informació valuosa als inversors sobre el risc associat a l'Estat emissor. Això últim, al seu torn, repercuteix de manera directa sobre els tipus d'interès que han d'oferir els tresors públics per obtenir finançament. En segon lloc, perquè influeix de forma directa sobre el *rating* de les empreses del país, ja que, habitualment, el *rating* sobirà actua *de facto* com un sòl a partir del qual es pot avaluar el risc d'una empresa determinada. A Espanya, per exemple, la qualificació creditícia mitjana de les companyies de l'índex Ibex 35 se situa entre BBB i BBB–, uns dos graons per sota de la sobirana (BBB+). Per tant, un canvi del *rating* sobirà té un impacte directe sobre els costos de finançament empresarials.

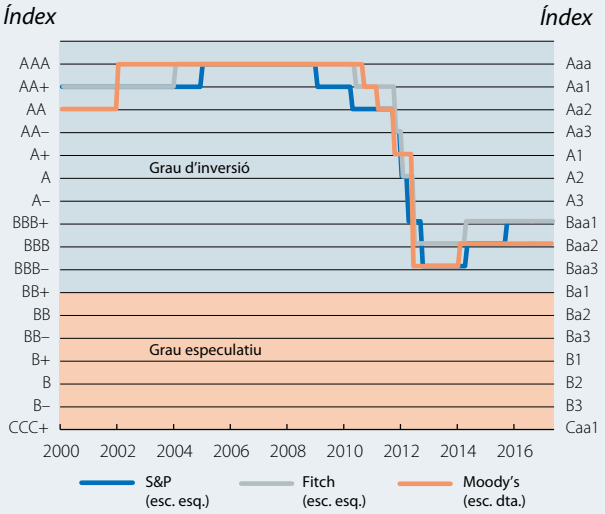
L'inici de la recuperació de l'economia espanyola en la segona meitat del 2013 va marcar un canvi de tendència en l'evolució del *rating* sobirà espanyol. En el període recessiu del 2008-2012, el *rating* S&P va encadenar successives revisions a la baixa: des dels cims de l'AAA fins al *rating* que delimita el grau d'inversió del grau especulatiu (BBB–). De llavors ençà, les revisions de la nota creditícia d'Espanya han evolucionat en sentit ascendent, tot i que encara queda molt camí per recuperar el nivell precrisi (vegeu el primer gràfic).

De cara als propers trimestres, les favorables perspectives econòmiques fan preveure que aquesta tendència positiva tindrà continuïtat. D'una banda, el creixement de l'economia espanyola continuarà sent vigorós i, en particular, podria batre les expectatives de l'agencia S&P. En concret, les previsions de CaixaBank Research anticipen un avanç del PIB del 3,1% el 2017 i del 2,5% el 2018, enfront del pronòstic d'S&P del 2,5% i del 2,1%, respectivament. De l'altra, la correcció dels desequilibris macroeconòmics, tant interns com externs, prossegueix el seu curs. En l'àmbit dels comptes públics, CaixaBank Research preveu que el dèficit públic es continuarà reduint, fins a situar-se en el 3,1% del PIB el 2017 i en el 2,4% el 2018, unes projeccions una mica més optimistes que les d'S&P (del 3,3% i del 2,9%, respectivament). És crucial mantenir els esforços per sanejar els comptes públics per reforçar la credibilitat dels inversors en relació amb la sostenibilitat del deute públic a mitjà termini. Sorpreses positives en el pla fiscal serien, de ben segur, molt ben rebudes per part de les agències de qualificació creditícia. En l'àmbit extern, l'economia espanyola ha estat capaç de corregir l'important dèficit per compte corrent amb el suport dels sòlids guanys de competitivitat.

En aquest context de funcionament ferm i de perspectives macroeconòmiques favorables, els mercats financers han començat a descomptar una pujada del *rating* sobirà. En particular, la cotització dels CDS (*credit default swaps*, en anglès) del deute sobirà es manté al voltant dels 70-80 p. b., un nivell equiparable al del deute sobirà amb qualificació Baa1. És a dir, un graó per damunt de l'actual (vegeu el segon gràfic).

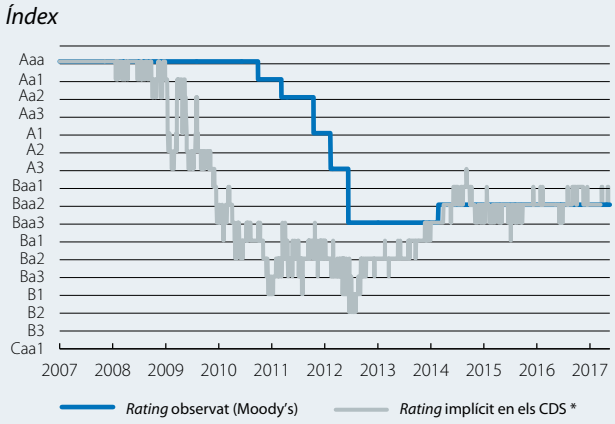
Malgrat que el *rating* d'Espanya es troba encara en nivells relativament baixos, els costos de finançament del sector públic i del sector privat s'han mantingut en nivells inusualment baixos, gràcies a la política monetària acomodatícia del BCE. Quan arribi la normalització monetària, seria desitjable que el *rating* sobirà hagi recuperat el terreny perdut per evitar un repunt dels costos de finançament.

Espanya: rating *del deute sobirà*



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'S&P, de Moody's, de Fitch i de Bloomberg.*

Espanya: rating *observat i implícit en la cotització dels CDS*



Nota: ** Obtingut a partir de la cotització del CDS (*credit default swap*) del deute sobirà espanyol a cinc anys.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Moody's.*

1. En el cas de Moody's i de Fitch, la qualificació del deute sobirà espanyol se situa en Baa2 i en BBB+ des del febrer i l'abril del 2014, respectivament.

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
Indústria								
Consum d'electricitat	1,7	0,1	0,8	0,3	–0,1	1,2	–1,1	...
Índex de producció industrial	3,3	1,9	1,4	1,9	1,9	1,8	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,3	–2,3	–2,8	–3,8	–0,6	0,3	–1,3	–1,0
PMI de manufactures *(valor)*	53,6	53,2	52,5	51,4	54,4	54,8	54,5	...
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	20,0	43,7	48,1	44,8	36,9	24,5	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	10,9	13,0	14,2	13,4	13,7	14,9	...	...
Preu de l'habitatge	1,1	1,9	2,0	1,6	1,5	2,2	–	...
Serveis								
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	5,6	8,2	7,5	9,3	10,1	9,9	9,7	...
PMI de serveis *(valor)*	57,3	55,0	55,5	54,9	54,9	56,4	57,8	...
Consum								
Vendes comerç al detall	3,0	3,6	3,9	3,8	3,0	0,5	1,7	...
Matriculacions d'automòbils	21,3	11,4	17,8	11,0	8,9	7,8	1,1	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	0,3	–3,8	–3,2	–6,1	–3,2	–2,8	1,3	1,9

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	03/17	04/17
Afiliats a la Seguretat Social [1]								
Sectors d'activitat								
Indústria	2,2	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	3,2	3,0
Construcció	4,7	2,6	2,1	2,7	3,3	5,3	6,2	5,9
Serveis	3,5	3,2	3,0	3,3	3,5	3,4	3,4	3,8
Situació professional		3,5						
Assalariats	3,5	3,5	3,1	3,5	3,8	4,0	4,1	4,4
No assalariats	1,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**2,7**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**3,8**
Població ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,4**	**2,7**	**2,3**	**2,3**	**–**	**–**
Contractes registrats [3]								
Indefinits	12,3	14,2	17,4	17,9	13,3	15,4	18,4	3,8
Temporals	11,2	7,2	9,1	7,1	6,6	12,1	14,4	4,1
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**9,8**	**7,9**	**7,1**	**12,4**	**14,8**	**4,1**
Atur registrat [3]								
Menors de 25 anys	–11,0	–12,6	–12,0	–14,4	–13,2	–13,3	–13,7	–17,9
Resta d'edats	–7,2	–8,2	–7,5	–8,6	–9,0	–9,2	–9,2	–10,3
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–7,9**	**–9,1**	**–9,4**	**–9,6**	**–9,6**	**–10,9**

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

Preus

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**–0,9**	**–0,2**	**1,0**	**2,7**	**2,6**	**1,9**
Subjacent	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	...
Aliments sense elaboració	1,8	2,3	2,7	3,5	1,0	4,1	3,4	...
Productes energètics	–9,0	–8,4	–13,6	–8,6	1,6	15,3	12,0	...

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	02/17	03/17
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual)*	4,3	1,7	0,2	4,3	–1,1	3,2	17,4	8,3	16,9
Importacions *(variació interanual)*	3,7	–0,4	–0,7	–0,3	–3,7	3,0	19,0	11,4	19,1
Saldo corrent	**14,7**	**21,8**	**15,5**	**18,5**	**20,0**	**21,8**	**22,6**	**23,5**	**23,8**
Béns i serveis	26,2	32,9	26,1	29,3	31,2	32,9	32,8	32,4	32,3
Rendes primàries i secundàries	–11,5	–11,1	–10,6	–10,8	–11,2	–11,1	–10,2	–8,9	–8,5
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**21,7**	**23,6**	**21,8**	**24,0**	**24,3**	**23,6**	**25,1**	**25,7**	**26,1**

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

Sector públic

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

	2015	2016	1T 2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	01/17	02/17	03/17
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	–1,0	–0,5
Comunitats autònomes	–1,7	–0,8	–0,1	–0,6	–0,1	–0,8	–0,1	–0,1	–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	0,1	0,1
Deute públic *(% PIB)*	**99,8**	**99,4**	**101,2**	**101,1**	**100,4**	**99,4**	**–**	**–**	**100,4**

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	02/17	03/17	Saldo 03/17[1]
Finançament als sectors no financers[2]										
Sector privat	–3,9	–2,6	–3,2	–2,9	–2,0	–2,1	–1,5	–1,3	–0,7	1.622,3
Empreses no financeres	–4,0	–2,7	–3,4	–3,2	–2,1	–2,2	–1,4	–0,9	0,0	913,9
Llars[3]	–3,6	–2,3	–3,0	–2,5	–2,0	–1,9	–1,7	–1,7	–1,6	708,5
Administracions públiques[4]	4,0	3,9	3,5	4,2	4,6	3,2	3,9	3,3	3,0	1.129,4
TOTAL	**–1,0**	**–0,1**	**–0,6**	**–0,2**	**0,5**	**0,0**	**0,6**	**0,5**	**0,8**	**2.751,7**
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	–1,4	0,6	1.151,8
A la vista	18,5	16,6	16,2	16,0	16,4	17,8	17,3	18,6	20,0	475,4
D'estalvi	12,9	12,4	13,4	12,1	11,5	12,5	13,9	14,9	15,4	295,9
A termini	–15,3	–17,2	–15,4	–16,4	–17,4	–19,7	–23,0	–25,1	–23,8	359,4
En moneda estrangera	5,6	–1,1	–4,0	1,6	–1,9	0,1	–1,5	–7,4	1,5	21,1
Resta del passiu[5]	–13,0	–15,7	–16,7	–16,3	–11,3	–18,6	–18,9	–13,4	–17,8	81,2
TOTAL	**–2,2**	**–1,6**	**–1,9**	**–1,7**	**–1,2**	**–1,6**	**–2,4**	**–2,2**	**–0,9**	**1.233,0**
Taxa de morositat *(%)*[6]	**10,1**	**9,1**	**10,0**	**9,4**	**9,2**	**9,1**	**9,2**	**9,1**	**8,8**	**–**
Taxa de cobertura *(%)*[6]	**58,9**	**58,9**	**59,0**	**58,7**	**59,3**	**58,9**	**58,8**	**58,9**	**59,1**	**–**

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.*

TURISME: VIATJANT AL FUTUR

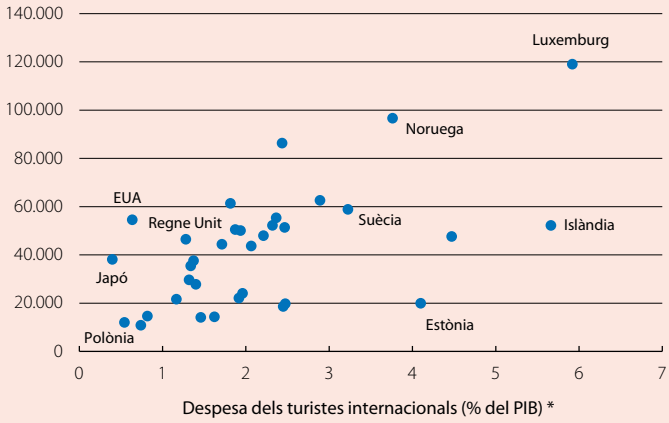
El turisme: un sector de pes a la cresta de l'onada

Per la seva dimensió i dinamisme i per la seva capacitat d'influir en altres àmbits de l'activitat econòmica, el turisme és un sector clau en l'activitat econòmica mundial. Pel que fa a la dimensió, les xifres parlen per si soles: el sector va representar el 3,1% del PIB global el 2016, però, si es tenen en compte els efectes indirectes i induïts en altres sectors, el pes puja al 10,2%,[1] percentatge que supera el de sectors tan importants com l'automoció, les manufactures químiques o la mineria. Així mateix, el turisme genera el 9,6% de l'ocupació global, sis vegades més que l'automoció, cinc més que les manufactures químiques, quatre més que la mineria i el doble que les comunicacions. Addicionalment, la despesa dels turistes internacionals va sumar el 6,6% de les exportacions mundials el 2016.

El dinamisme del sector turístic queda patent en el seu ritme de creixement, superior al del conjunt de l'economia global. En aquest sentit, l'arribada de turistes internacionals a l'OCDE i a països associats va assolir els 1.100 milions el 2014 (última xifra disponible), amb un creixement anual del 6,6%, i la despesa que van efectuar (excloent les despeses de transport) es va incrementar el 4,8% en dòlars corrents. A llarg termini, les perspectives continuen sent igualment esperançadores: el WTTC[1] vaticina un creixement anual mitjà del 3,9% real fins al 2027, per damunt del 3,7% que l'FMI espera per al PIB mundial en el període 2017-2021. Per la seva banda, l'OCDE espera que les arribades de turistes internacionals assoleixin els 1.800 milions el 2030.[2]

***Emissió de turistes internacionals i renda* per capita**

Renda per capita *mitjana del país (en dòlars dels EUA)*



Nota: ** La despesa realitzada en la destinació pels turistes internacionals emesos per un país (importacions turístiques del país). Dades de l'any 2014.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i de l'FMI.*

Pel que fa al tercer aspecte, la capacitat d'influir en altres sectors econòmics, el turisme presenta oportunitats i reptes. El turisme és intensiu en inversió (el sector va atreure el 4,4% de la inversió mundial el 2016, per damunt del seu impacte directe en el PIB), i una gran part d'aquestes inversions (infraestructures de transport i comunicacions, per exemple) és aprofitable per a altres sectors de l'economia. No obstant això, el turisme també genera externalitats negatives. Per exemple, influeix en la conservació dels recursos naturals i culturals i pot afectar la convivència amb els ciutadans. Així mateix, l'emergència de les noves tecnologies i, més recentment, l'eclosió de l'economia del *sharing* han generat un debat forçós sobre la necessitat d'adaptar els marcs normatius a aquesta nova realitat (vegeu l'article «Turisme 2.0: oportunitats i reptes», d'aquest mateix Dossier).

El bon moment del turisme global en els últims anys s'explica per la combinació de dos factors: l'abaratiment dels costos del transport, en especial el del transport aeri, arran de la liberalització del sector, i l'augment de la renda *per capita* global. Així, el 54% dels turistes internacionals arriba a la seva destinació per avió, i, segons l'Organització d'Aviació Civil Internacional (OACI), entre el 2002 i el 2012, el nombre de passatgers va créixer a un ritme del 5,8% anual i va arribar als 3.000 milions de viatgers anuals. El creixement dels passatgers internacionals és, fins i tot, més ràpid, ja que es va doblar (de 600 a 1.200 milions), amb un avanç mitjà del 7,2% anual. L' OACI també preveu que el ritme de creixement es mantindrà elevat i, de cara al 2030, espera que el nombre de passatgers en vols internacionals arribi als 2.800 milions.

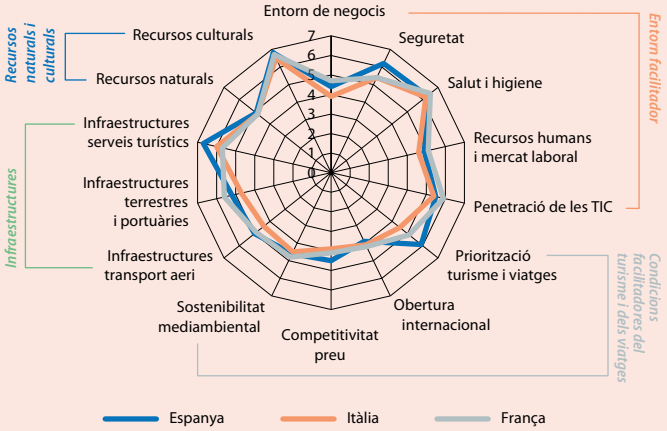
Pel que fa a la renda *per capita*, l'evidència empírica mostra una relació positiva entre la proporció de despeses en turisme i la renda *per capita*, la qual cosa s'explica perquè la despesa d'oci es produeix quan la major part de les necessitats bàsiques està coberta. Per al conjunt de països de l'OCDE i associats, doblar la renda *per capita* comporta multiplicar entre 1,5 i 2 la proporció del PIB dedicada al turisme internacional.[3] Fins i tot reconeixent que la dimensió, la geografia i els usos culturals afecten aquesta propensió, és simptomàtic el cas de les quatre economies més grans de la zona de l'euro. A Alemanya, França, Itàlia i Espanya, el pes de la despesa turística internacional és del 2,21%, de l'1,71%, de l'1,34% i de l'1,32%, respectivament, exactament en el mateix

1. World Travel & Tourism Council, «Economic impact 2017, World».
2. OCDE (2016), «OECD Tourism Trends and Policies 2016».
3. La quota de la despesa dels turistes que emet una economia a l'exterior –importacions– en relació amb el seu PIB.

ordre que les rendes *per capita*. Aquesta relació positiva entre turisme i renda *per capita* té una implicació important. Quan el PIB mundial creix, el turisme creix per partida doble: pel mateix creixement de l'economia i pel creixement de la renda *per capita*, que fa que augmenti el pes del sector en el PIB.

A curt termini, preveiem que l'increment del turisme internacional continuarà protagonitzat per les economies avançades, que tenen una renda *per capita* més elevada. Addicionalment, Europa es beneficia d'una geografia que facilita el transport terrestre, situació a la qual s'afegeix la desviació del turisme per la inseguretat de les destinacions turístiques rivals de l'Orient Mitjà. No obstant això, l'escenari canvia a mitjà i a llarg termini, perquè les economies emergents creixen més ràpid que les economies avançades, i moltes assoliran nivells de renda que permetran l'enlairament de la despesa turística. En aquest sentit, l'OCDE preveu que, el 2030-2040, el protagonisme de l'emissió de turistes internacionals haurà basculat cap a les economies emergents, en especial els països de l'Àsia Emergent. L'FMI espera per a la regió un creixement mitjà del 6,3% en el període 2017-2021, superior al 4,9% del conjunt de les economies emergents i a l'1,9% de les economies avançades.[4]

Índex de competitivitat turística



Nota: *Escala de 0 (el menys competitiu) a 7 (el més competitiu).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Fòrum Econòmic Mundial (Travel and Tourism Competitiveness Report, 2017).*

On queda Espanya en aquest escenari? Espanya, igual que altres països europeus, es beneficia del lideratge d'Europa en la demanda turística i de la inseguretat de les destinacions rivals de l'Orient Mitjà. Aquesta primacia europea es reflecteix en la composició de la despesa que deixen els turistes internacionals en funció del país de procedència, on dominen, en especial, els turistes britànics (vegeu l'article «El turisme, un nou *El Dorado* per a l'economia espanyola», en aquest mateix Dossier). Aquesta composició ha contribuït a l'auge del turisme a Espanya, ja que els països que més turistes envien a Espanya van augmentar l'emissió per damunt de la mitjana.

Però la bona marxa del turisme a Espanya no és deguda, només, a una conjuntura favorable o a un efecte composició. Existeix una relació positiva entre l'arribada de turistes estrangers i la competitivitat del sector turístic del país receptor,[5] i, en aquest àmbit, Espanya destaca amb llum pròpia. Espanya repeteix com el país més competitiu del món en el sector turístic al World Economic Forum del 2017,[6] en un *ranking* de 136 països, per davant de França, d'Alemanya, del Japó, del Regne Unit, dels EUA, d'Austràlia i d'Itàlia. Els 14 pilars s'estructuren en quatre índexs, dels quals Espanya és molt fort en recursos naturals i culturals i en infraestructures, que reflecteixen la intensitat inversora del sector (vegeu l'article «La qualitat de l'oferta turística: el repte de mantenir el lideratge», en aquest mateix Dossier). En concret, Espanya ocupa la segona posició del *ranking* en infraestructures de serveis turístics (hotels, caixers automàtics i disponibilitats de lloguer de cotxes) i en infraestructures de transport aeri (novena posició). En transport per superfície, també és competitiva, però se situa per darrere de França i d'Alemanya, que tenen una major densitat de xarxa. En condicions facilitadores del turisme i dels viatges, Espanya també té avantatge en relació amb els competidors directes (França i Itàlia). En canvi, en l'índex de l'entorn facilitador, Espanya presenta les úniques febleses: en l'entorn de negocis (facilitat per crear empreses i sistema impositiu) i en el mercat de treball (productivitat i salaris), se situa en la posició 100 del *ranking*.

La conjuntura favorable i la fortalesa competitiva del sector a Espanya donen un ampli marge per continuar aprofitant la bona marxa del turisme a nivell global. Els reptes, però, no són pocs: el sector s'ha d'adaptar a una demanda canviant en el futur, ha d'aconseguir una coordinació amb els altres sectors de l'activitat econòmica i, per prioritzar la inversió en infraestructures, la legislació s'ha d'adaptar per promoure un desenvolupament sostenible del sector i perquè puguin desenvolupar-se, de forma ordenada, els nous models de negoci que han nascut o que poden néixer amb les noves tecnologies.

Jordi Singla
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

4. Vegeu l'article «Xina i Rússia, els nous emergents en emissió de turisme», del Dossier de l'IM05/2014.
5. Vegeu l'article «Receptes d'èxit al sector turístic, vies diferents per a una destinació comuna», del Dossier de l'IM05/2014.
6. World Economic Forum (2017), «The Travel & Tourism Competitiveness Report 2017».

El turisme, un nou *El Dorado* per a l'economia espanyola

Espanya ha fet del turisme un dels sectors clau de la seva economia. Més de 75 milions de turistes van arribar al país el 2016, van visitar ciutats, platges i muntanyes, van assistir a esdeveniments esportius o a congressos professionals, van menjar, van beure i van gaudir de tot tipus d'experiències. Però de la seva arribada no solament n'ha tret profit el sector turístic: la resta de sectors de l'economia espanyola també es beneficien de l'embranzida turística. Perquè aquesta contribució continuï augmentant en els propers anys, és important promoure una demanda turística de qualitat a mitjà termini. Analitzem-ho detalladament.

El sector turístic[1] (allotjament, restauració, transport, agències de viatges, serveis culturals, etc.), tant estranger com domèstic, té una creixent aportació directa al PIB: del 5,9% el 2010 i del 6,4% el 2015. No obstant això, la contribució del turisme a l'economia no es limita, exclusivament, als subsectors més directament relacionats amb el turisme, sinó que, addicionalment, cal tenir en compte els efectes indirectes o d'arrossegament sobre altres sectors de l'economia. Aquests efectes s'originen mitjançant l'activitat econòmica induïda per les compres del sector turístic als seus proveïdors. Per satisfer aquesta demanda, els proveïdors, al seu torn, incrementen les compres als seus propis proveïdors, els quals també contribueixen al PIB. Per computar aquest efecte d'arrossegament, s'utilitzen les anomenades taules *input-output* de l'economia espanyola de l'INE de l'any 2010. D'aquesta manera, s'obté que, per cada 100 euros de valor afegit originats de forma directa pel sector turístic, el conjunt de l'economia genera, indirectament, 73 euros addicionals. Aquest efecte indirecte ha crescut: cinc anys enrere era de 68 euros. El turista que gaudeix d'una paella davant el mar no solament beneficia el restaurant on menja, sinó també tots els proveïdors del restaurant, el decorador del local, el comptable, etc. Lògicament, els serveis directament vinculats a la demanda turística són els més beneficiats, però també ho acaben sent altres sectors aparentment menys vinculats al sector turístic, com la indústria i el sector primari (vegeu la taula adjunta).

D'aquesta manera, la contribució directa i indirecta del turisme al PIB va assolir el 2015 els 119.000 milions d'euros, segons el Compte Satèl·lit del Turisme de l'INE, xifra que equival a l'11,1% del PIB. Al voltant de la meitat d'aquesta aportació va ser deguda al turisme estranger, que ha augmentat el seu pes en els últims anys.

Impacte econòmic (directe i indirecte) en els diferents sectors per cada 100 euros de valor afegit originat al sector turístic

(Euros)

Sector amb demanda turística directa	Allotjament i menjars i begudes	44,0	
	Transport	25,7	
	Comerç	22,9	
	Serveis immobiliaris	16,8	
	Cultura i entreteniment	4,6	
	Agències de viatges	5,3	
			119
Resta de l'economia	Sector primari	2,9	
	Indústria agroalimentària	10,6	
	Indústria energètica	4,0	
	Indústria de la construcció	2,7	
	Resta de la indústria	7,2	
	Serveis professionals	5,0	
	Serveis financers i assegurances	4,5	
	Serveis de seguretat i administratius	2,8	
	Resta de serveis	14,1	
			54
Total			**173**

Nota: *S'utilitzen els pesos en l'estructura de la demanda turística per als sectors que pertanyen al sector turístic. L'impacte (directe i indirecte) del sector turístic és superior a 100, ja que els diferents sectors turístics utilitzen entrades intermèdies produïdes pel sector turístic mateix.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Així mateix, els implicats directament o indirectament en el turisme fan una despesa a la resta de l'economia, que genera un efecte econòmic induït addicional (el consum privat dels cambrers del restaurant, o del decorador, o del comptable). Si afegim aquesta contribució, encara més repartida entre tots els sectors de l'economia, l'impacte global del turisme assoliria el 16% del PIB el 2015, en augment progressiu des del 2010 i molt superior a la mitjana europea (el 9,6%).[2]

Així, doncs, l'impacte del sector turístic és molt elevat, sobretot quan, a més de l'efecte directe, es té en compte l'indirecte i l'induït. A més a més, aquestes xifres podrien estar subestimant l'impacte total del turisme en el PIB, perquè existeix un problema creixent de comptabilització, ja que l'augment dels serveis turístics no proveïts pel sector turístic tradicional, com el lloguer d'habitatges de particulars i els béns i serveis necessaris per proveir-lo, tot i que s'hi haurien d'incloure, s'escapen, en part, de les estadístiques oficials i acaben subrepresentats. Per exemple, segons Exceltur, les places anunciades a les plataformes P2P a les 22 principals ciutats espanyoles va arribar a 362.000 el 2016 i va superar el nombre de places en allotjament reglat.

1. Nacions Unides defineix el turisme com les «activitats que realitzen les persones durant els seus viatges i estades en llocs diferents al del seu entorn habitual, per un període de temps consecutiu inferior a un any, amb finalitats d'oci, per negocis o per altres motius», INE (2004), «Compte Satèl·lit del Turisme a Espanya: Nota Metodològica».
2. Vegeu World Travel & Tourism Council (2016), «Travel & Tourism Economic Impact 2016: Spain».

Així mateix, la contribució del turisme a la creació d'ocupació és molt significativa. El 2015, el turisme va donar feina, directament i indirectament, a 2,5 milions de persones, xifra que representa el 13,0% de l'ocupació total (1,4 p. p. més que el 2010). Si, a més a més, hi afegim l'ocupació creada per l'efecte induït, la seva contribució es va situar en el 16,2% de l'ocupació total, un pes molt superior a la mitjana europea (el 9,1%).[3] Així mateix, tot indica que la contribució del sector a la creació d'ocupació es manté ferma. L'afiliació als sectors majoritàriament turístics progressa a un ritme molt superior al de la resta de l'economia: a l'abril, va augmentar el 4,7% interanual (acumulat de 12 mesos), mentre que la resta de sectors van créixer el 3,0%.

També paga la pena destacar que el turisme ha contribuït a corregir alguns dels desequilibris de l'economia espanyola en els últims anys. En concret, l'augment en l'exportació de serveis turístics ha permès que la balança de serveis turístics passés de registrar un superàvit del 2,6% del PIB el 2010 al 3,3% el 2016. Així, doncs, l'11% de la correcció del saldo per compte corrent va ser propiciat per l'augment del superàvit de la balança de serveis turístics.[4]

Com hem vist, el sector turístic és clau per a l'economia espanyola. Passem ara a analitzar la demanda turística estrangera amb una perspectiva a mitjà termini, necessària per assegurar la resiliència futura del sector en un context de ràpids canvis socials i tecnològics. Malgrat una diversificació creixent, les entrades de turistes estrangers a Espanya (75,6 milions el 2016) estan encara molt concentrades per la procedència, per la tipologia i per l'estacionalitat. La demanda turística estrangera és majoritàriament europea (el 80% el 2016), a causa de la proximitat geogràfica, i, en particular, del Regne Unit, de França i d'Alemanya. Així mateix, la majoria de turistes van venir per raons d'oci (el 85,3%) i es van concentrar en els mesos de juny a setembre (el 50%). No obstant això, l'evolució de les entrades apunta a una major diversificació. Les entrades de turistes de la resta del món augmenten a un ritme superior a la mitjana (el 15,3% anual), la qual cosa és una bona dinàmica, ja que els increments de la demanda futura estaran en aquests mercats, en particular els asiàtics (vegeu l'article «El turisme: un sector de pes a la cresta de l'onada», d'aquest mateix Dossier, on s'exposen les tendències globals del turisme). Les entrades de turisme per motius diferents a l'oci i als negocis, com, per exemple, el turisme de salut o els pelegrinatges, van augmentar el 22,6% i van arribar a sumar 6,5 milions d'entrades.[5] Finalment, els mesos de menys calor (de l'octubre al maig) registren majors augments anuals d'entrades de turistes estrangers (l'11,5%) que els mesos de juny a setembre (el 9,5%), la qual cosa, a poc a poc, va disminuint l'alta estacionalitat del turisme.

El rècord d'entrades de turistes estrangers el 2016 es va traduir en un rècord d'ingressos (77.625 milions d'euros), tot i que la despesa mitjana per turista va disminuir lleugerament i se situa per sota de països veïns com França o Itàlia. Sembla, doncs, que hi ha un cert recorregut per incrementar la despesa per turista. Per aconseguir-ho, és necessari augmentar la qualitat i diversificar l'oferta turística (com s'explica, detalladament, a l'article «La qualitat de l'oferta turística: el repte de mantenir el lideratge», d'aquest mateix Dossier), i és important fer-ho considerant l'evolució futura de la demanda turística.

La demanda turística canvia de perfil i està cada vegada més segmentada, fins i tot en considerar el sector vacacional. El turista demanda experiències més temàtiques i individualitzades i està disposat a pagar més per elles. L'important envelliment poblacional, en particular a Europa, el nostre principal client, també augmentarà la demanda turística d'aquest grup. A més del turisme vacacional, és possible augmentar el turisme de salut, un sector amb un potencial enorme, menys estacional i amb una important contribució econòmica en diversitat de sectors econòmics.[6]

Finalment, per assegurar la demanda futura, és important tenir cura de la seva sostenibilitat, tant en el paisatge urbà com en el natural. En aquest sentit, les institucions públiques tenen un paper important per regular de manera equilibrada el sector, ja que el turisme no solament genera externalitats positives (com la seva important contribució econòmica), sinó que també pot generar-ne de negatives. A curt termini, el ràpid augment del *sharing*, en particular en algunes ciutats, és un repte important (vegeu l'article «Turisme 2.0: oportunitats i reptes», d'aquest mateix Dossier). A llarg termini, un augment descontrolat del turisme pot posar en risc la preservació de l'entorn natural. En aquest sentit, existeix un debat creixent sobre la possibilitat de tractar d'esmorteir una part de les externalitats negatives que, a vegades, pot generar el turisme, amb impostos específics, com una taxa turística que serveixi per finançar programes específics d'inversió en infraestructures associades i que també puguin ser utilitzades per compensar les persones o els espais afectats pel turisme. En alguns casos, també es planteja com un instrument que pot ajudar a gestionar el turisme, amb taxes diferents en funció de la destinació o de l'època de l'any. Tot i que el turisme pot semblar el nostre *El Dorado*, cal vigilar-lo i cuidar-lo perquè el seu potencial es pugui desenvolupar de forma sostenible econòmicament, socialment i mediambientalment.

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

3. Vegeu World Travel & Tourism Council (2016), «Travel and Tourism Economic Impact 2016: Spain».
4. Vegeu el Focus «Disseccionant la millora del compte corrent», publicat a l'IM05/2017.
5. Una evolució més negativa van mostrar les entrades per negocis, que es van reduir lleugerament fins a representar 4,6 milions d'entrades.
6. EOI (2013), «Turisme de Salut a Espanya».

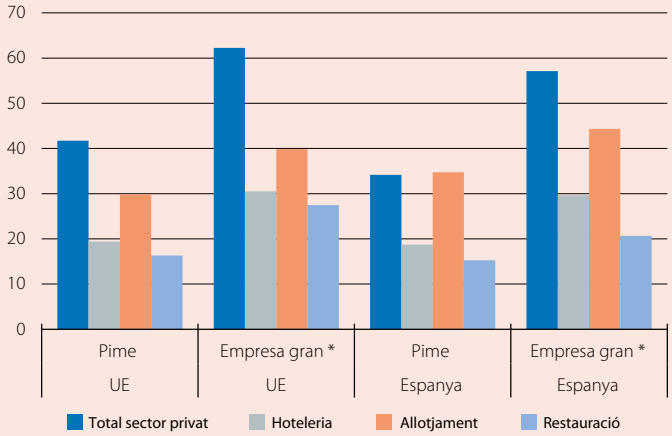
La qualitat de l'oferta turística: el repte de mantenir el lideratge

Espanya ocupa el primer lloc en el *ranking* mundial de competitivitat turística. Igual que els esportistes que guanyen la medalla d'or, aquesta posició només es pot assolir gràcies a la conjunció de múltiples factors. És clar que la genètica juga un paper primordial: la climatologia, els recursos naturals i la cultura són aspectes fonamentals per explicar l'èxit del sector turístic espanyol. Però la genètica no ho és tot. Com bé saben els esportistes d'elit, mantenir-se en el *top* requereix entrenament constant, dotar-se del millor equipament i envoltar-se dels millors entrenadors. Tot seguit, es repassen breument els principals ingredients que han d'ajudar a continuar millorant els nivells de qualitat de l'oferta turística, com són la dimensió empresarial i la inversió, tant en capital físic com en capital humà.

El sector turístic espanyol està compost per unes 400.000 empreses de diferents àmbits, com l'allotjament, la restauració, el transport, el lloguer de vehicles o les agències de viatges. Es tracta d'un sector altament atomitzat, amb moltes empreses petites i relativament poques de grans. Segons el Compte Satèl·lit del Turisme del 2015, elaborat per l'INE, el 78,7% de les empreses turístiques tenien dos empleats o menys i només 1.108 empreses (el 0,3% del total) en tenien 100 o més. Les pimes, per tant, dominen el paisatge turístic. Un paisatge que, malgrat tot, amaga realitats molt diferents. Destaca en positiu el sector de l'allotjament, amb un percentatge d'empreses grans (de més de 250 empleats) del 0,5%, superior al 0,1% del total de l'economia.[1] A més a més, les empreses hoteleres grans ocupen el 25,2% dels empleats del sector a Espanya, percentatge que cal comparar amb el 18,7% de la UE. El sector de la restauració, en contraposició, es caracteritza per tenir molt poques empreses grans i per un biaix cap a la petitesa encara més intens: només el 10,7% dels empleats en restauració treballen en establiments grans, xifra que cal comparar amb el 16,8% de la UE.

Productivitat laboral al sector turístic

(Valor afegit per empleat, en milers d'euros)



Nota: ** Les empreses grans compten amb 250 empleats o més. Dades del 2014.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

La dimensió empresarial és important, perquè està relacionada amb aspectes que determinen la productivitat empresarial, com són la professionalització, les economies d'escala, l'accés a fonts de finançament diversificades o la possibilitat d'oferir formació continuada als treballadors. En aquest sentit, les dades de productivitat laboral[2] per dimensió empresarial són molt reveladores: les empreses turístiques grans són gairebé el 30% més productives que les petites i tant les empreses grans com les petites són més productives que les homòlogues europees. Atès que, a més a més, Espanya té una major proporció d'empreses grans, la diferència de productivitat per al conjunt del sector espanyol en relació amb l'europeu és considerable, de gairebé el 20%.[3]

En els últims anys, el sector hoteler ha fet un important esforç inversor en la renovació d'instal·lacions i en la modernització de la planta hotelera per reorientar l'oferta cap als segments de demanda amb més capacitat adquisitiva. En concret, s'ha incrementat de forma notable l'oferta de places turístiques en les categories superiors (4 i 5 estrelles),[4] que també gaudeixen d'un nivell d'ocupació cada vegada més gran, la qual cosa ajuda a rendibilitzar les inversions. En efecte, els ingressos per habitació disponible acumulen creixements positius des del 2013 i, en l'últim any, han crescut el 10,8% interanual (dada de l'abril del 2017, acumulat de 12 mesos). A més a més, el sector presenta uns balanços més sanejats i nivells d'endeutament més baixos que en el passat, la qual cosa n'augmenta la capacitat per dur a terme nous projectes.

Així mateix, una gran varietat d'inversors, tant nacionals com internacionals, han trobat un gran atractiu al sector hoteler espanyol: el 2016, per segon any consecutiu, el sector va captar més de 2.000 milions d'euros en inversió.[5] Els inversors internacionals

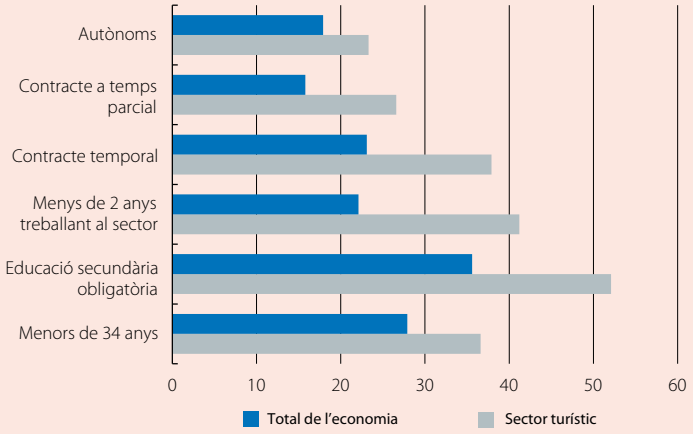
1. Dades d'Eurostat (2014), «Structural business statistics».
2. La productivitat laboral aparent del treball es defineix com el valor afegit brut entre el nombre de treballadors.
3. La productivitat del sector hoteler a Espanya i a la UE és del 44,3 i del 39,9 per als establiments grans, respectivament, i del 34,7 i del 29,9 per als establiments petits. En canvi, succeeix el contrari amb els establiments de restauració, menys productius en el cas espanyol, per a qualsevol dimensió empresarial.
4. El 2007, el 41,4% de les places hoteleres eren de 4 o 5 estrelles i, el 2015, el 49,9%.
5. Informe Deloitte, (2017), «Expectativas 2017: The Experience Revolution. Travel, Hospitality, Leisure & Transport».

van aportar el 64% del volum total d'inversió i van mostrar una preferència pels hotels urbans a les grans ciutats. Els instruments que canalitzen la inversió també són cada vegada més diversos: els vehicles d'inversió immobiliaris (SOCIMI, REIT i fons especialitzats) van ser els més actius, amb el 48% del total, tot i que també ha augmentat l'interès dels grups hotelers internacionals. L'entrada d'aquesta nova tipologia d'inversors impulsa una tendència cap a la separació de la gestió hotelera i de la propietat dels immobles.

D'altra banda, els grans grups hotelers espanyols que cotitzen a la borsa espanyola també tenen una gran presència internacional: al voltant del 75% dels seus ingressos provenen de la resta del món. No obstant això, les empreses turístiques només representen l'1% de la capitalització borsària total, una xifra molt petita si es compara amb la importància del sector en l'economia (vegeu l'article «El turisme, un nou *El Dorado* per a l'economia espanyola», d'aquest mateix Dossier). A mitjà termini, si es confirma la tendència cap a la major consolidació al sector, cal esperar que la dimensió empresarial vagi augmentant, la qual cosa facilitarà l'accés a la inversió estrangera i als mercats de capitals.

Perfil dels empleats al sector turístic

(% del total d'empleats)



Nota: *Dades del 2013.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (2015), «Supporting Quality Jobs in Tourism».*

Un altre factor crucial per millorar l'oferta turística és incidir en la formació del capital humà: la qualitat percebuda pel client depèn, en gran part, de l'equip humà que ofereix el servei.[6] D'aquesta manera, mantenir el lideratge en el *ranking* de la competitivitat no solament requereix tenir el millor equipament físic, sinó que cal comptar amb un millor equip humà. Un àmbit en què el recorregut de millora és molt ampli: el perfil del treballador mitjà del sector té un nivell educatiu més baix i menys experiència de treball al sector en comparació amb els treballadors de la resta de sectors. Això és degut al fet que el turisme, en molts casos, ofereix oportunitats laborals a persones joves sense experiència laboral o de baixa qualificació, amb poques opcions en altres sectors.

A més a més, l'elevada estacionalitat del sector també implica un major ús de la contractació temporal i a temps parcial. Al seu torn, l'elevada rotació en els llocs de treball dificulta la millora del nivell de capacitació dels empleats i la participació en activitats de formació continuada. A més a més, el sector es troba en una fase de profunda transformació digital, la qual cosa té el potencial de canviar la naturalesa de molts dels serveis que s'ofereixen i de les habilitats requerides dels treballadors (vegeu l'article «Turisme 2.0: oportunitats i reptes», d'aquest Dossier). Per tant, hi ha un recorregut important per millorar la qualificació dels treballadors del sector turístic, oferint una carrera professional atractiva dins el sector, millorant l'oferta formativa específica i tractant de conjugar unes millors condicions laborals amb la flexibilitat que requereix adaptar-se al nou paradigma tecnològic.

En definitiva, el sector turístic espanyol ha fet un esforç important per reorientar l'oferta turística cap als segments que generen més valor, la qual cosa es reflecteix en un augment de la dimensió i de la productivitat, així com en la presència internacional d'importants grups espanyols. Com els esportistes d'elit, l'èxit continuat no està garantit: el sector s'ha de continuar esforçant cada dia per mantenir el primer lloc del podi.

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

6. Vegeu OCDE (2015), «Supporting Quality Jobs in Tourism».

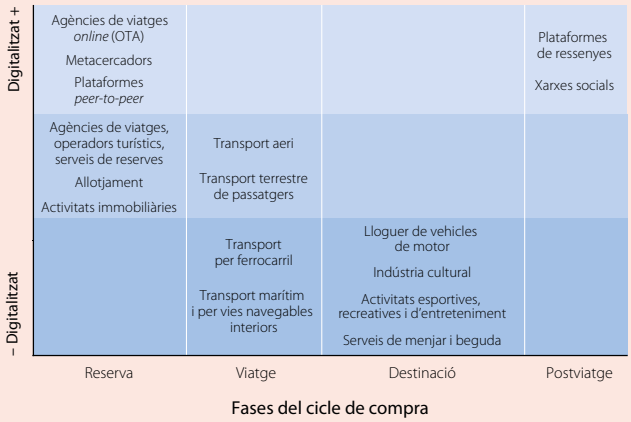
Turisme 2.0: oportunitats i reptes

El desenvolupament de les noves tecnologies i, en especial, l'ús generalitzat d'internet revolucionen la manera com treballem, consumim i ens relacionem. La digitalització de l'economia arriba també al sector turístic, el qual es transforma per donar resposta a un món més connectat, on la línia entre els canals *online* i *offline* està cada vegada més desdibuixada. En aquest article, analitzem l'impacte que tenen els avanços tecnològics en el sector i com poden transformar-lo en el futur.

El turisme es veu considerablement influenciat pels avanços tecnològics dels últims anys. Amb la irrupció de les noves tecnologies, han aparegut noves empreses nascudes en l'esfera digital, que han transformat de manera radical una part de la cadena de valor del sector (vegeu el primer gràfic). Aquest impacte és especialment elevat en la fase inicial del cicle de compra, on plataformes digitals com les agències de viatges *online* o els motors de cerca han modificat una gran part de la contractació de serveis turístics. A mesura que aquests nous actors han anat «revolucionant» el sector, empreses ja establertes s'han vist forçades a ajustar els processos de producció per continuar sent competitives. D'una banda, proveïdors tradicionals de serveis turístics han canviat dràsticament la manera com operen per poder arribar al client digital (per exemple, mitjançant campanyes publicitàries a la xarxa i de les xarxes socials). De l'altra, sectors com el del transport i l'allotjament han aprofitat les oportunitats que la digitalització i l'automatització ofereixen per millorar l'eficiència del procés productiu. En aquest sentit, el registre de clients a través de màquines d'auto *check-in* a aeroports i a serveis d'allotjament és un exemple de com l'adopció de noves tecnologies pot contribuir a reduir els costos operatius per a l'empresa i el temps d'espera per al client.

Estructura del sector turístic en funció del grau de digitalització de les diferents activitats

Grau de digitalització



Nota: *Les branques d'activitat del sector turístic inclouen els metacercadors (Google, SkyScanner); les agències de viatges* online *(Booking, Expedia); les plataformes* peer-to-peer *(Airbnb, Homeaway), i les plataformes de ressenyes (TripAdvisor, Google Reviews).*
Font: *CaixaBank Research.*

En canvi, en la fase de destinació, atès que els serveis oferts són molt intensius en mà d'obra, en especial al punt de contacte amb el client, i per la naturalesa del bé final que s'ofereix, l'impacte de la digitalització és molt menor. No obstant això, a mitjà termini, avanços en l'«internet de les coses», en la robòtica mòbil i en la intel·ligència artificial tenen potencial per revolucionar encara més el sector, ja que permetran a les empreses redefinir la manera com proveeixen els béns i els serveis, simplificant operacions i millorant l'experiència del client (per exemple, mitjançant serveis més personalitzats).

Malgrat les múltiples oportunitats que ofereix la tecnologia, la seva adopció és vista, a vegades, amb suspicàcia, a causa de l'impacte disruptiu que pot tenir al mercat laboral. En efecte, el sector turístic és un motor de creació d'ocupació, i preocupa que deixi de ser-ho a mesura que es generalitzi al sector l'ús d'aquestes noves tecnologies. Per avaluar l'abast d'aquest impacte, hem estimat el risc d'automatització del sector a mitjà termini. Per fer-ho, ens hem basat en un estudi dels professors Carl Frey i Michael Osborne, de la Universitat d'Oxford,[1] que analitza la probabilitat que cada ocupació pugui ser automatitzada amb la tecnologia actual i la que es desenvolupi en els 20 propers anys, juntament amb les estimacions realitzades per al cas espanyol al Dossier «Les noves tecnologies i el mercat de treball».[2] D'aquesta manera, hem traslladat el risc d'automatització de cada professió al conjunt de branques d'activitat del sector turístic espanyol.

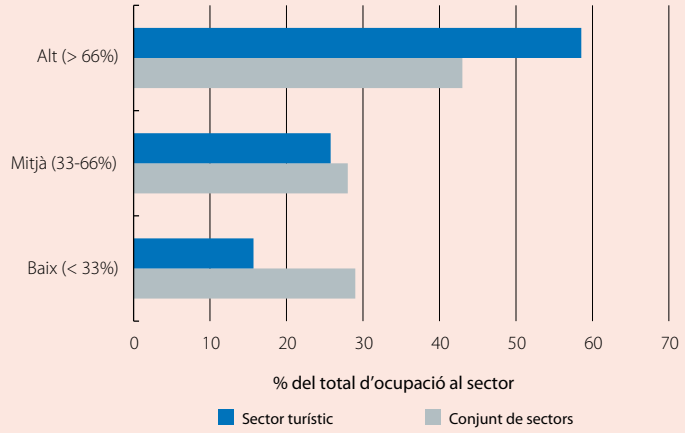
Segons aquestes estimacions, el 58% dels llocs de treball actuals del sector turístic espanyol tenen un risc elevat (amb una probabilitat superior al 66%) de ser automatitzats a mitjà termini, una xifra superior a la de la resta de sectors de l'economia. Per a la resta de l'ocupació al sector, el 26% té un risc mitjà (entre el 33% i el 66%) i el 16%, un risc baix (inferior al 33%). Entre les professions amb un risc elevat de ser automatitzades tenim els comptables, els administratius de suport i els empleats de serveis d'informació al client. A l'altre extrem, tenim les professions que requereixen més creativitat (crítics gastronòmics) o interacció social (gerents i monitors d'activitats recreatives).

1. Frey, C. i Osborne, M. (2013), «The Future of Employment: How susceptible are Jobs to computerisation?», Working Paper.
2. Vegeu l'article «Arribarà la Quarta Revolució Industrial a Espanya?», al Dossier de l'IM02/2016.

Aquesta anàlisi mostra que, molt probablement, en els propers anys, el mercat laboral turístic experimentarà un canvi profund. No obstant això, l'automatització de professions no implica, necessàriament, la destrucció neta d'ocupacions. En primer lloc, perquè l'adopció de noves tecnologies depèn del seu cost en relació amb altres factors productius, com el de la mà d'obra. En segon lloc, perquè l'automatització ofereix la possibilitat de canviar la naturalesa d'algunes feines del sector i genera noves oportunitats d'ocupació. En aquest sentit, l'adaptació i la flexibilitat de la força laboral seran clau per facilitar aquesta transició, ja que el conjunt d'habilitats que es requeriran en el futur seran diferents a les demandades avui dia.[3] Finalment, la velocitat a la qual s'adoptin aquestes noves tecnologies no és evident, ja que també dependrà d'aspectes legals i institucionals.

Percentatge de l'ocupació segons el risc d'automatització

Probabilitat d'automatització



Nota: *Dades d'ocupació per al 2016.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Frey i Osborne (2013) i de l'INE.*

La digitalització també ha donat més visibilitat i més accessibilitat a l'economia del consum col·laboratiu o *sharing*, un aspecte que té una incidència especial al sector turístic. En general, les plataformes digitals han facilitat la creació de mercats «*online*» per a l'ús temporal de béns i per a la prestació de serveis entre particulars (*peer-to-peer*). Aquest augment d'oferta ha estat positiu per al consumidor, atès que ha enriquit el ventall de béns i de serveis disponibles al mercat i/o n'ha fet disminuir el preu. En el cas del turisme, el *sharing* ha guanyat popularitat en oferir la possibilitat de contractar experiències locals úniques i personalitzades, un servei cada vegada més demandat.[4]

No obstant això, l'economia del *sharing* i el ràpid creixement que ha experimentat en els últims anys representen un important desafiament regulador, ja que moltes d'aquestes activitats no estan recollides en la legislació actual. Això en dificulta el control i impedeix que es pugui garantir un nivell adequat de protecció del consumidor, així com la seguretat i la qualitat del servei ofert. Al mateix temps, pot generar situacions de competència deslleial cap a les empreses ja establertes, les quals, a diferència dels nous participants al mercat, estan subjectes a una normativa més estricta. Una altra qüestió important en aquest sentit és que, en algunes ocasions, és més difícil assegurar el compliment de la normativa fiscal. D'una banda, perquè la falta d'un marc legal ben definit pot afavorir que algunes d'aquestes empreses digitals s'acullin als règims fiscals que els són més favorables en altres països i, de l'altra, perquè es tem que, a vegades, les transaccions que es produeixen es puguin mantenir en l'economia submergida. Al sector turístic, a més a més, és especialment important que es desenvolupi un marc regulador ben definit, perquè moltes d'aquestes activitats generen externalitats negatives. En concret, la falta de cobertura reguladora pot tenir un impacte sobre la configuració urbana i sobre la convivència de pisos turístics i residencials.

És important, per tant, assegurar-se que es disposa d'un marc legal capaç de donar resposta a aquesta nova realitat, sense que això comporti una restricció a la innovació i a l'adopció de noves tecnologies ni una limitació no raonable a l'entrada al mercat de nous participants. L'harmonització del marc regulador a nivell europeu comportaria una millora en aquest sentit, ja que, en quedar registrades totes les transaccions, facilitaria el control d'aquestes activitats i la recaptació d'impostos. D'altra banda, una major seguretat jurídica ajudaria el sector a desenvolupar tot el seu potencial.[5]

En definitiva, la «revolució» digital transforma molts sectors, entre ells el turisme. Això ofereix moltes oportunitats, però també genera nous desafiaments, com la gestió de l'impacte de l'automatització sobre l'ocupació i l'adaptació del marc legal a un entorn de canvi ràpid.

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

3. Vegeu l'article «Com aprofitar l'impacte positiu del canvi tecnològic en l'ocupació?», en el Dossier de l'IM02/2016.
4. OCDE (2016), «Tourism Trends and Policies 2016», OECD Publishing.
5. European Commission (2016), «European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

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