

IM07

INFORME MENSUAL

NÚMERO 414 | JULIOL-AGOST 2017



ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS

*Política monetària emergent i condicions
macroeconòmiques internes*

ECONOMIA INTERNACIONAL

*Riscos emergents: un còctel de Reserva
Federal, primeres matèries i política*

UNIÓ EUROPEA

Polarització de l'ocupació a la zona de l'euro

ECONOMIA ESPANYOLA

La resolució del Banc Popular

DOSSIER: A LA RECERCA DE LA FELICITAT

És vostè feliç? La felicitat i l'ésser humà

Benestar, economia i percepcions

Com comparar el benestar entre països?

*Els diners no donen la felicitat, però ajuden
a aconseguir-la?*

INFORME MENSUAL

Juliol-Agost 2017

CaixaBank, S.A.

Planificació Estratègica i Estudis

Av. Diagonal, 629, torre I, planta 6

08028 BARCELONA

www.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com

Data de tancament d'aquesta edició:

30 de juny de 2017

Enric FernándezDirector 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 *Política monetària emergent i condicions macroeconòmiques internes*10 *Mesurant el risc del deute sobirà a Europa***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *Riscos emergents: un còctel de Reserva Federal, primeres matèries i política*16 *Sud-àfrica, en el punt de mira dels mercats***18 UNIÓ EUROPEA**21 *Polarització de l'ocupació a la zona de l'euro*22 *La correcció del compte corrent de Portugal: temporal o estructural?***24 ECONOMIA ESPANYOLA**27 *La resolució del Banc Popular*28 *El saldo primari: peça clau per a l'estabilitat del deute públic*29 *Exportacions espanyoles a l'alça: és or tot el que lluu?***32 DOSSIER: A LA RECERCA DE LA FELICITAT**32 *És vostè feliç? La felicitat i l'ésser humà*
Javier Garcia-Arenas34 *Benestar, economia i percepcions*
Adrià Morron Salmeron36 *Com comparar el benestar entre països?*
Anna Campos38 *Els diners no donen la felicitat, però ajuden a aconseguir-la?*
Judith Montoriol Garriga

L'economia de la felicitat

El Dossier d'aquest *Informe Mensual* de juliol-agost està dedicat a la felicitat. No és producte de la febre de l'estiu o que la proximitat de les vacances ens hagi provocat un atac de frivolitat. Des de fa anys, molts economistes –amb la col·laboració, principalment, de psicòlegs– han analitzat què ens fa feliços amb l'ajuda d'enquestes en què els entrevistats declaren el seu nivell de satisfacció amb la vida. Són els economistes de la felicitat, i, en aquest número, expliquem algunes de les seves principals troballes.

Com no podia ser de cap altra manera, un dels focus d'aquestes recerques ha estat explorar com es relacionen el nivell de renda o de riquesa i la felicitat. Els resultats són molt interessants: en un país i en un moment determinat, les persones amb més ingressos tendeixen a reportar nivells més alts de felicitat. La comparativa entre països també revela una relació positiva, però no gaire forta, entre renda i felicitat. En canvi, paradoxalment, el nivell de felicitat en un país amb prou feines tendeix a variar a llarg termini. Fa 20 anys, el 78% dels espanyols es declaraven molt o força satisfets amb les seves vides, i, en l'actualitat, la proporció amb prou feines se situa per damunt del 80%, malgrat que el PIB per habitant ha crescut el 25% i la taxa d'atur ha disminuït lleugerament. I és que, quan les necessitats bàsiques estan cobertes, el que sembla que ens reporta satisfacció no és el nivell de renda absoluta, sinó la relativa.

I és que la ment humana utilitza la comparació com a mètode de valoració. En el cas del nostre nivell de vida, comparem la nostra situació amb la dels qui ens envolten, amb la nostra pròpia situació en el passat més recent i amb les expectatives o amb les aspiracions que ens havíem format per al present. Quan l'economia prospera, tant el llistó social com el propi puguen, de manera que una millora dels ingressos no impacta de forma significativa sobre la felicitat. Com a màxim, té un efecte transitori, fins que les aspiracions s'ajusten a les noves circumstàncies. En aquest sentit, diversos estudis han demostrat que guanyar un gran premi de loteria té un impacte efímer sobre la felicitat: al cap de sis mesos o d'un any, els afortunats tornen a reportar el mateix nivell de satisfacció amb la seva vida que tenien abans de guanyar-lo. Per la mateixa raó, no sembla una bona idea acceptar un treball simplement perquè paguen millor. És molt més important que ofereixi oportunitats de realitzar-se com a persona i com a professional, que permeti conciliar i, per descomptat, que hi hagi un bon cap.

Si els diners no compren la felicitat, llavors què ens fa feliços? Els resultats de moltes recerques mostren que altres factors són tant o més importants que els diners: destaquen les relacions amb la família, amb els amics i amb la comunitat que ens envolta –al capdavant, som animals socials–; un treball estable i gratificant; la salut; la llibertat individual, i els nostres valors –Aristòtil ja deia que ser feliç consisteix a actuar de forma virtuosa.

Aquestes lliçons són fonamentals a l'hora de dissenyar les polítiques públiques, de les quals es deriva, per exemple, que l'educació, la sanitat i la lluita contra l'atur han de formar part dels pilars d'un estat del benestar que té com a objectiu la felicitat dels seus ciutadans. També han de ser importants les polítiques que promoguin la conciliació entre treball i família i que fomentin la participació cívica, així com el respecte a les llibertats individuals.

Espero que puguin llegir el Dossier mentre gaudeixen d'unes felices vacances. Per descomptat, amb prudència i templança.

Enric Fernández
Economista en cap
30 de juny de 2017

CRONOLOGIA

JUNY 2017

- 8 Al Regne Unit, el partit conservador guanya les eleccions, tot i que perd la majoria absoluta al Parlament.
- 14 La Reserva Federal dels EUA apuja el tipus oficial en 25 p. b. i el situa en l'interval 1%-1,25%.
- 18 A França, el partit del president Macron, La República en Marxa (LRM), obté la majoria absoluta a l'Assemblea Nacional francesa.

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).

AGENDA

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).

AGOST 2017

- 1 PIB de la zona de l'euro (2T).
- 2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (juliol).
- 4 Índex de producció industrial (juny).
- 14 PIB del Japó (2T).
- 18 Crèdits, dipòsits i morositat (juny).
- 22 Comerç exterior (juny).
- 24 Comptabilitat nacional trimestral (2T).
- 30 Avanç de l'IPC (agost).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (agost).
- 31 Balança de pagaments (juny).
Execució pressupostària de l'Estat (juliol).

Acaba un bon semestre

L'economia mundial accelera. Fa un any, es tancava el semestre en plena onada d'incertesa: contra (pràcticament) tot pronòstic, el Regne Unit enfilava una via que implicarà la seva sortida de la UE. Enguany, en canvi, finalitza la primera meitat amb el creixement mundial a la zona del 3,4%, una acceleració significativa en relació amb el creixement mitjà del 2016, que va ser del 3,1%, i amb una volatilitat financera molt reduïda. Aquesta expansió es produeix tant a les economies avançades com a les emergents: en el 1T i en termes interanuals, els EUA van créixer el 2,0%; el Japó, l'1,6%; la Xina, el 6,9%, i l'Índia, el 6,1%. Les claus que sustenten aquesta expansió són conegudes. En primer lloc, una política monetària encara acomodaticia als països avançats, malgrat el procés de normalització iniciat per la Fed nord-americana, que, al juny, va tornar a apujar el tipus de referència des de l'1,0% fins a l'1,25%. Un segon aspecte és la recuperació moderada de les primeres matèries. Aquest fet pot sorprendre, ja que, malgrat l'anunci, al final de maig, de la pròrroga de l'acord de l'OPEP de la retallada d'oferta, el preu del petroli va caure amb força al juny. No obstant això, convé recordar que el preu del conjunt de les primeres matèries se situa el 6% per damunt del d'un any enrere (i que les perspectives considerades reiteren un suau ascens de l'or negre i de moltes altres primeres matèries). Finalment, cal esmentar la sortida de la recessió d'emergents clau. El cas paradigmàtic és el Brasil, que, després de patir una dolorosa crisi econòmica, i immers encara en un notable marasme institucional, va aconseguir el primer creixement intertrimestral positiu des del 2014.

La bonança macroeconòmica ha anat acompanyada de la prolongació del clima de certa placidesa als mercats financers. Les borses han mostrat, des de l'inici de l'any, una evolució positiva, i les volatilitats dels actius financers, com hem dit, es mantenen molt baixes. Es tracta d'una evolució que reflecteix, d'una banda, l'esmentada acceleració econòmica global i, de l'altra, una certa disminució del balanç de riscos a la baixa a curt termini. Durant el primer semestre de l'any, la incertesa que envoltava els resultats electorals a diferents països europeus i l'orientació que, finalment, va adoptar la nova Administració nord-americana, juntament amb l'existència de diferents fonts de risc geopolític, van dominar una gran part de la discussió pública. Els resultats electorals als Països Baixos i a França, i fins i tot les primeres actuacions de l'Administració nord-americana, es van allunyar dels escenaris més extrems. Malgrat que d'aquest curs dels esdeveniments no cal derivar que no persisteixin les fonts de risc globals de naturalesa política a mitjà termini (proteccionisme, populisme,

brexit...), la veritat és que la pressió a curt termini s'ha reduït.

Europa creix, i ho fa de forma més generalitzada que en el passat. En aquest context menys compromès en termes de riscos a curt termini, en el primer semestre, es va confirmar que el creixement de la zona de l'euro es continua enfortint. En el 1T, el PIB de la zona de l'euro va avançar l'1,7% interanual, un bon to que va ser generalitzat per països, amb dades especialment destacables a Espanya (el 3,0%) i a Portugal (el 2,8%), però també a països del centre, com Alemanya (l'1,7%). Els indicadors disponibles mostren que aquest bon ritme d'activitat es va mantenir en el 2T. Però potser un dels elements més nous de l'actual moment europeu el proporciona la via per la qual s'ha optat en el procés de liquidació de dos bancs mitjans italians: en considerar-se que aquesta liquidació no tindria un impacte significatiu en l'estabilitat financera, s'ha evitat l'aplicació del Mecanisme Únic de Resolució i s'ha aplicat la llei italiana d'insolvències. A més a més, s'ha autoritzat el Govern italià a utilitzar ajudes públiques per facilitar el procés. La construcció de la Unió Bancària Europea continua en marxa, i aquesta decisió serveix per anar marcant els seus límits. Continuant en clau de construcció europea, cal esmentar que el resultat de les eleccions britàniques ha incrementat la probabilitat d'un *brexit* «suau», que faciliti que el Regne Unit mantingui un accés raonable al mercat únic europeu.

L'economia espanyola capitalitza la millora de l'entorn extern. Després d'una dada robusta de creixement en el 1T (el 0,8% intertrimestral), les dades del 2T mostren que el ritme d'activitat s'ha mantingut fort. Així ho testifica, per exemple, l'indicador avançat del PIB de CaixaBank Research, que prediu un avanç intertrimestral molt similar al del registre del 1T. El bon ritme de creixement d'enguany s'explica, fonamentalment, per la millora de l'entorn exterior. Recordem tres aspectes fonamentals, comentats més amunt: menor incertesa política després de les fonamentals eleccions de França i dels Països Baixos; reforç del mandat britànic cap a un *brexit* «suau», i, ja en clau econòmica, l'expectativa que l'augment del preu del petroli sigui més moderat del previst anteriorment, una tessitura que beneficia molt l'economia espanyola, altament depenent de les importacions de cru. Es tracta, per tant, d'un context en què seria desitjable continuar impulsant una agenda de reformes estructurals ambiciosa que reforci la capacitat de resistència de l'economia espanyola a les tempestes que puguin venir en el futur.

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	3,5	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	2,1	2,4	2,2	2,3
Zona de l'euro	1,9	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9	2,0	2,0	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	1,1	1,5	1,7	1,5
Itàlia	0,7	1,0	1,2	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,2	1,0
Portugal	1,6	1,4	2,5	1,8	1,7	2,0	2,8	2,7	2,2	2,2
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	1,0	1,6	1,3	1,4	1,5	1,4
Regne Unit	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,9	2,0	1,8	1,6	1,2
Països emergents	4,2	4,1	4,5	4,8	4,1	4,3	4,5	4,5	4,5	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	-0,4	0,3	1,0	2,0
Mèxic	2,7	2,3	1,8	2,1	2,0	2,3	2,8	2,2	1,2	1,0
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	1,0	1,6	1,9
Turquia	6,0	2,9	3,5	3,2	-1,3	3,5	5,0	3,2	3,0	2,9
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	0,6	1,6	0,7	0,5	0,7	0,2	0,5	0,9
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	2,8	3,3	3,4	2,7	2,9	3,2	3,2	3,3	3,5
Països desenvolupats	0,3	0,8	1,7	1,8	0,7	1,2	1,9	1,7	1,7	1,6
Estats Units	0,1	1,3	2,1	2,2	1,1	1,8	2,5	2,0	2,0	1,8
Zona de l'euro	0,0	0,2	1,5	1,4	0,3	0,7	1,8	1,5	1,4	1,4
Alemanya	0,1	0,4	1,7	1,5	0,4	1,0	1,9	1,6	1,6	1,5
França	0,1	0,3	1,3	1,4	0,4	0,7	1,5	1,0	1,4	1,3
Itàlia	0,1	0,0	1,4	1,2	-0,1	0,2	1,4	1,6	1,3	1,2
Portugal	0,5	0,6	1,6	1,4	0,7	0,8	1,4	1,9	1,6	1,4
Espanya	-0,5	-0,2	1,8	1,4	-0,2	1,0	2,7	2,0	1,6	1,1
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	2,4	0,7	1,2	2,1	2,8	2,6	2,7
Països emergents	4,7	4,4	4,4	4,5	4,3	4,1	4,2	4,3	4,4	4,9
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	4,0	5,1	5,2	3,7	3,6	2,6	4,1	5,7
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	3,7	3,6	4,5
Mèxic	2,7	2,8	5,3	3,6	2,8	3,2	5,0	5,8	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	4,1	4,2	4,1
Turquia	7,7	7,8	10,0	7,9	8,0	7,6	10,2	11,1	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	5,7	5,4	6,0	6,6	6,3	5,4	5,4	5,7

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	8,8	5,0	5,6	3,8	4,2	2,6	4,9	4,6	5,9	7,0
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	1,8	1,4	-0,2	1,0	2,7	2,0	1,6	1,1
Costos laborals unitaris	0,2	-0,4	0,5	1,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,6	1,0
Saldo op. corrents (acum., % PIB) ¹	1,4	2,0	2,0	1,8	1,8	2,0	2,1	2,1	2,1	2,1
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) ¹	2,0	2,2	2,6	2,4	2,2	2,1	2,3	2,7	2,7	2,7
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	1,12	1,94	0,50	0,55	0,79	1,08	1,25	1,33
Líbor 3 mesos	0,32	0,74	1,30	1,99	0,79	0,92	1,07	1,20	1,37	1,55
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	1,87	2,43	1,46	1,62	1,75	1,75	1,91	2,07
Deute públic a 2 anys	0,67	0,84	1,47	2,50	0,72	1,00	1,23	1,29	1,55	1,80
Deute públic a 10 anys	2,13	1,84	2,50	3,31	1,56	2,13	2,44	2,26	2,54	2,77
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	-0,11	0,05	-0,05	-0,07	-0,10	-0,13	-0,13	-0,08
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,24	-0,58	-0,69	-0,29	-0,64	-0,71	-0,78	-0,74	-0,67	-0,58
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,10	0,41	0,85	-0,12	0,11	0,34	0,31	0,40	0,59
TIPUS DE CANVI										
\$/€	1,11	1,11	1,10	1,12	1,12	1,08	1,07	1,10	1,11	1,11
¥/€	134,33	120,30	124,17	123,42	114,26	117,96	121,05	122,22	125,17	128,25
£/€	0,73	0,82	0,87	0,85	0,85	0,87	0,86	0,86	0,89	0,89
PETROLI										
Brent (\$/barril)	53,64	45,04	52,77	59,21	46,98	51,13	54,68	51,40	51,00	54,00
Brent (€/barril)	48,33	40,73	48,17	52,82	42,09	47,46	51,35	46,95	45,88	48,48

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

Previsions

CONJUNTURA · Els mercats financers moderen lleugerament l'avanç

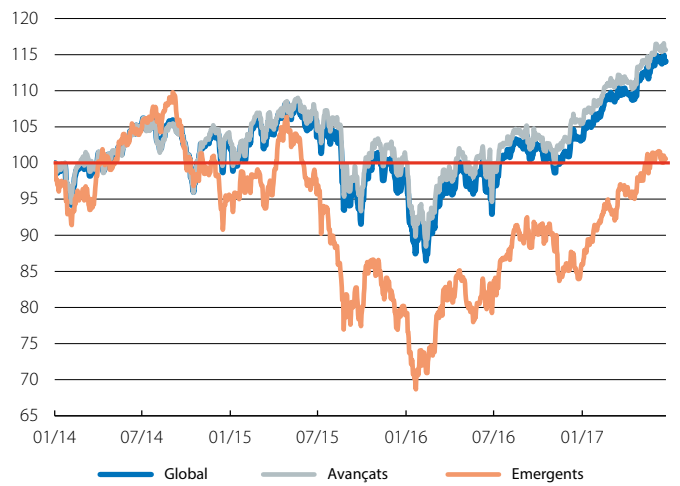
Els mercats internacionals mantenen un to globalment constructiu, tot i que lleugerament inferior al dels últims mesos i amb excepcions destacades. En un entorn que continua caracteritzat per una volatilitat històricament baixa, els principals actius de risc van mantenir un funcionament positiu. Els principals factors que van contribuir a aquesta pauta alcista van ser la disminució del risc polític, amb la victòria del partit de Macron en les legislatives de França, i la solidesa dels indicadors d'activitat econòmica. Ni la nova pujada de tipus de la Fed i l'anunci de l'inici de la reducció del seu balanç abans del final d'enguany ni la feblesa del preu del petroli han generat, ara com ara, grans preocupacions als mercats. Així i tot, el mal funcionament del sector financer va ser un factor de fre a Europa, i, al bloc emergent, va destacar la feblesa de les borses brasilera i russa.

El clima de placidesa de l'entorn financer global no està lliure de riscos i de focus d'incertesa. La lleugera desacceleració de les cotitzacions que hem observat en les últimes setmanes és un recordatori dels riscos presents en l'entorn financer mundial i crida a la cautela en relació amb l'evolució futura dels actius. En aquest sentit, quatre factors seran clau en els propers mesos. Primer, l'esvaïment dels dubtes sobre el nivell de maduresa del cicle econòmic nord-americà, alimentats per la feblesa recent de les dades d'inflació als EUA, serà de vital importància perquè els mercats nord-americans mantinguin la dinàmica positiva. Segon, les elevades valoracions dels actius de renda variable als EUA, amb els nous màxims assolits aquest mes per l'S&P 500, per exemple, continuen sent una font de preocupació mentre són sensibles a reajustaments del sentiment inversor. En aquesta línia, i malgrat que va ser continguda i relativament limitada en el temps, la caiguda dels valors del sector tecnològic al començament del mes és un senyal del potencial nerviosisme dels inversors en un context de cotitzacions elevades. Tercer, a Europa, les negociacions de la sortida del Regne Unit de la UE, que es van iniciar oficialment a mitjan juny, seran probablement una font d'incerteses per als mercats del Vell Continent. Finalment, la renovada feblesa del preu del cru, malgrat els esforços de l'OPEP per reduir l'excés d'oferta, pot tornar a constituir un risc important, en particular per al sector energètic i per als actius emergents.

El BCE pren nota de la major fermesa de l'activitat a la zona de l'euro i adopta un to amb un menor biaix acomodatiu. Sense introduir canvis en els paràmetres de la política monetària, el BCE va recollir la fortalesa de l'economia de la zona de l'euro en els últims trimestres. Això es va reflectir en les lleugeres millores que la institució va introduir de nou en les previsions de creixement i amb les quals el BCE va justificar un menor biaix acomodatiu en la seva comunicació. Així i tot, el BCE manté dubtes sobre la recuperació de la inflació a mitjà termini,

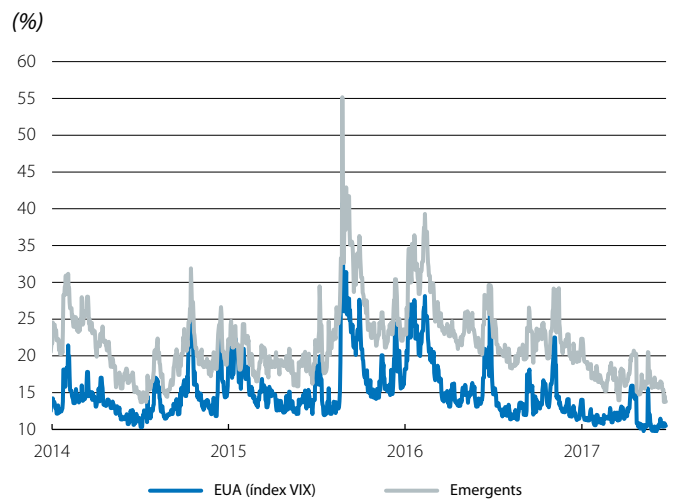
Borses internacionals per geografia

Índex (100 = gener 2014)



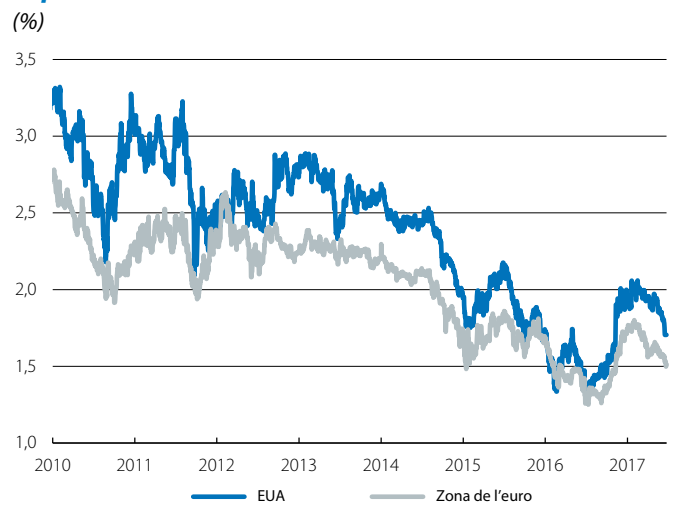
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

EUA i emergents: volatilitat implícita de la borsa



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

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



Nota: * Swaps d'inflació, expectatives a 5 anys d'aquí a 5 anys.

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

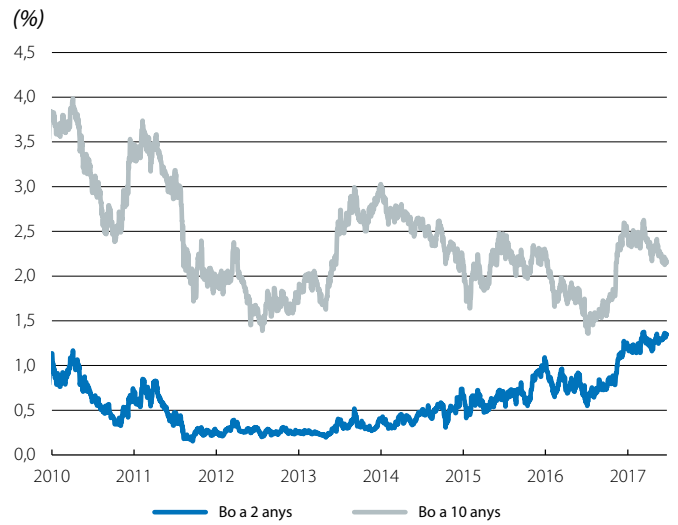
motiu pel qual el seu president, Mario Draghi, va recordar la possibilitat d'ampliar el programa de compra d'actius (QE) si fos necessari. Finalment, pel que fa a la normalització de la política monetària, Draghi va cridar a la prudència i va indicar que el Consell de Govern no havia discutit una possible reducció del balanç de l'autoritat monetària.

La Fed torna a incrementar el tipus oficial i exposa la seva estratègia de reducció de balanç. Per tercera vegada en sis mesos, la Fed va augmentar en 25 p. b. el tipus d'interès de referència objectiu (*fed funds target rate*) fins a l'interval 1,00%-1,25%, tal com el mercat ho havia anticipat. Pel que fa a l'objectiu d'estabilitat de preus, l'autoritat monetària nord-americana va fer poc èmfasi en la feblesa recent de la inflació i va confirmar que mantenia el full de ruta amb una pujada addicional prevista enguany i tres més el 2018. Finalment, el banc central també va aportar detalls sobre l'estratègia de reducció de la dimensió del balanç, que serà gradual i previsible, sense precisar la data d'inici d'aquest procés més enllà d'assenyalar que es produirà enguany. En concret, la Fed va especificar que es deixaran de reinvertir 6.000 milions de dòlars de deute públic i 4.000 de deute i bons de titulització hipotecària al mes, fins a arribar, de forma progressiva, als 30.000 milions i als 20.000, respectivament, al cap de 12 mesos. Després de les actuacions i dels missatges de la Fed, els mercats d'actius globals no van mostrar moviments d'envergadura.

La rendibilitat a llarg termini de la renda fixa sobirana nord-americana torna a baixar, mentre que la d'Alemanya es manté globalment estable. La rendibilitat del deute públic nord-americà a 10 anys s'ha tornat a acostar al 2% en les últimes setmanes, principalment arran dels dubtes generats per la disminució de les pressions inflacionistes observada en els últims mesos. De cara al futur, dos elements seran clau perquè la rendibilitat del bo sobirà nord-americà a llarg termini torni a la tendència alcista. D'una banda, la capacitat de l'Administració Trump per implementar les ambiciosos reformes econòmiques i, en particular, la reforma fiscal, que serà un factor crucial per evitar que es corregeixi el repunt de les rendibilitats observat després de les eleccions del novembre passat. De l'altra, la recuperació de les pressions inflacionistes, que recentment han mostrat senyals de feblesa, també serà indispensable perquè les rendibilitats tornin a augmentar. A Europa, la rendibilitat del *bund*, que s'havia mantingut estable per sota del 0,3%, va repuntar amb força en l'última setmana de juny en resposta a un discurs del president del BCE, que enviava un missatge de major confiança en la recuperació de la zona de l'euro i que els inversors van interpretar com un senyal d'un possible ajust de la política monetària en els propers mesos. Les primes de risc de la majoria dels països, per la seva banda, van continuar reculant i van donar continuïtat a la tendència iniciada el mes passat amb la disminució del risc polític després de les eleccions franceses.

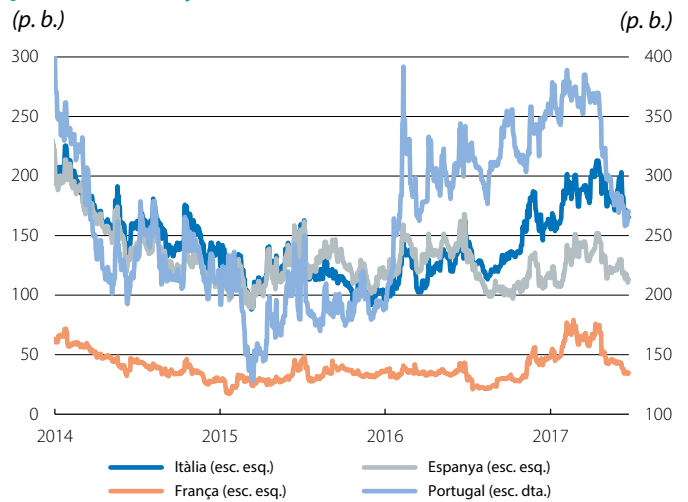
La majoria de les borses emergents es mantenen fermes. L'índex global MSCI de la borsa emergent va registrar una pujada propera a l'1%, un increment lleugerament inferior al del

EUA: rendibilitat del deute públic



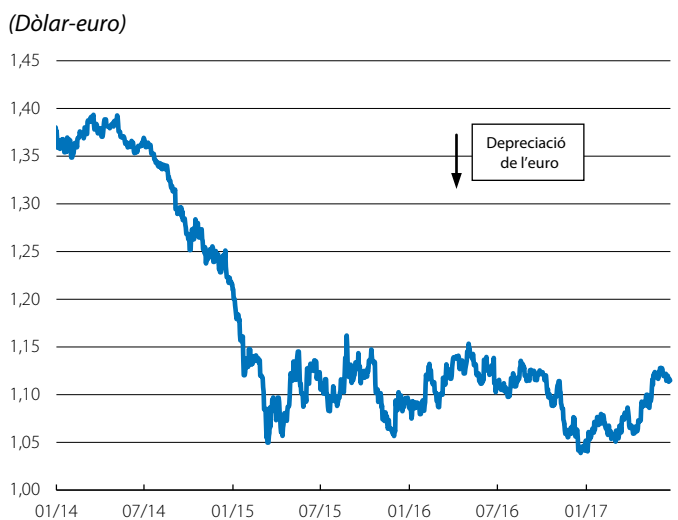
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

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



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

Cotització de l'euro enfront del dòlar



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

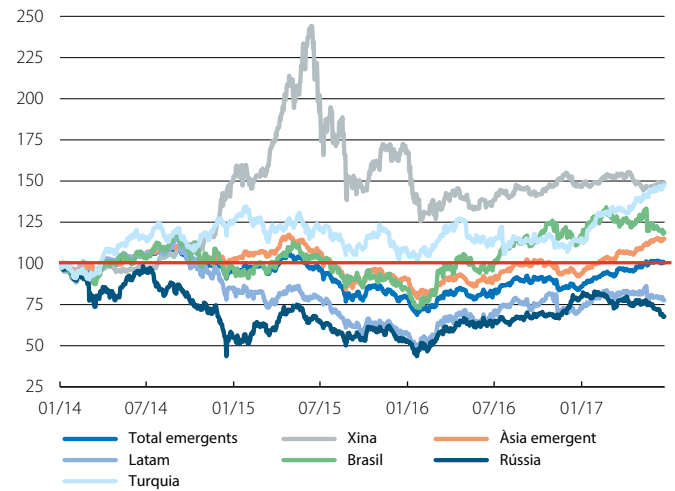
mes anterior. Així i tot, aquesta desacceleració s'explica, principalment, per la feblesa de dos mercats en particular. D'una banda, la borsa brasilera va continuar mostrant senyals de feblesa a causa del nou escàndol de corrupció, que implica el president Temer. De l'altra, la borsa russa va patir pèrdues importants aquest mes, amb descensos propers al 5%, davant el temor a un enduriment de les sancions per part dels EUA. A la resta de països, les borses van mantenir la tendència alcista amb pujades moderades. En definitiva, la relativa fortalesa del creixement econòmic previst per a la majoria de les economies emergents serà el principal factor de fons que hauria de donar un suport sòlid als actius emergents, tot i que la feblesa del preu del petroli podria tornar a ser un factor de risc important. Al bloc desenvolupat, mentre que les borses nord-americanes van mantenir un pols ferm malgrat la feblesa del sector tecnològic, la majoria de les places europees van patir lleugeres pèrdues després de l'optimisme del maig. Els dubtes sobre el sector financer, com, per exemple, a Espanya amb la resolució del Banc Popular, van ser, de nou, el principal element d'aquesta pausa a les borses europees, malgrat que els impactes van ser limitats (per a més detalls, vegeu el Focus «La resolució del Banc Popular», en aquest mateix Informe Mensual).

Al mercat canviari, l'euro es manté fort enfront del dòlar. La moneda de la zona de l'euro, estable al voltant dels 1,12 dòlars al llarg del mes, va repuntar fins als 1,14 dòlars en l'última setmana de juny després del rebot de la rendibilitat del deute dels països de la zona de l'euro esmentat més amunt. A mitjà termini, esperem que l'euro es vagi apreciant lleugerament a mesura que el BCE vagi començant el procés de normalització de la política monetària. Al bloc emergent, les principals divises es van mantenir relativament estables al juny, malgrat la feblesa del preu del petroli i la nova pujada de tipus de la Fed. Arrossegats pels mateixos factors que els mercats de renda variable, el real brasiler va continuar perdent terreny enfront del dòlar i el ruble rus va ser la divisa més castigada entre les principals monedes emergents.

Els dubtes sobre la capacitat de l'OPEP de reduir l'oferta s'intensifiquen i, de nou, penalitzen amb força el preu del petroli. Malgrat l'anunci, al final de maig, de l'extensió de l'acord de l'OPEP, que preveu la pròrroga de les retallades fins al març del 2018, el preu del petroli ha tornat a caure amb força i ha assolit els mínims de l'any, amb el barril de Brent que va arribar a cotitzar per sota dels 45 dòlars. La preocupació sobre l'excés d'oferta és, de nou, el principal catalitzador d'aquesta baixada. En particular, el repunt de producció a Nigèria i a Líbia, països membres de l'OPEP però exempts de retallades, va despertar els dubtes sobre l'eficàcia de l'acord implementat pel càrtel petroler. Davant la reacció del mercat des de l'extensió de l'acord, des de CaixaBank Research ajustem lleugerament a la baixa les previsions a curt termini sense canviar les dinàmiques a mitjà i a llarg termini, ja que continuem esperant un lleuger ajust de l'excés d'oferta durant la segona meitat d'enguany. A més llarg termini, aquest efecte s'hauria de suavitzar davant el repunt de la producció i, particularment, de la producció de *shale* als EUA.

Borses emergents per geografia

Índex (100 = gener 2014)



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

Preu del petroli Brent

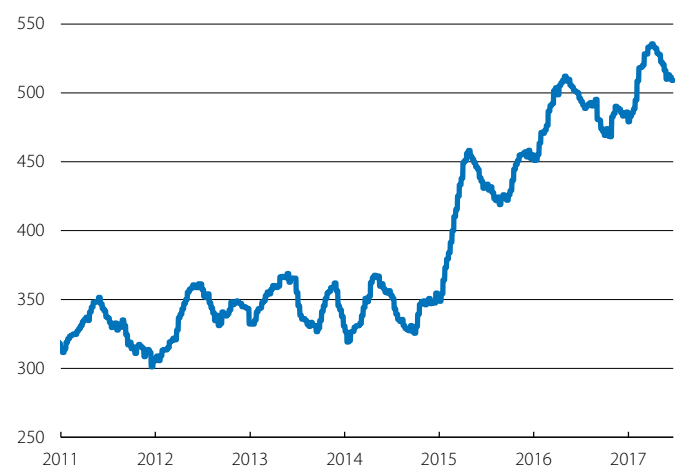
(Dòlars per barril)



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

Existències de cru als EUA *

(Milions de barrils)



Nota: * Excloent les reserves estratègiques.

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

FOCUS · Política monetària emergent i condicions macroeconòmiques internes

La dependència dels bancs centrals emergents del seu homòleg nord-americà és un tema recurrent al debat sobre la política monetària emergent. Aquest assumpte guanya fins i tot més rellevància en el context actual de normalització de la política monetària nord-americana. Així mateix, la major integració dels països emergents a l'economia mundial ha incrementat la sensibilitat de la política monetària que duen a terme els bancs centrals emergents a la que realitza la Fed.¹ Però la política monetària emergent depèn també, en gran part, de les condicions macroeconòmiques internes de cada país, en especial després de la tendència a una millor flexibilització dels tipus de canvi. Així, en aquest article, també posem el focus en les condicions macroeconòmiques de les principals economies emergents i en les seves implicacions per a la política monetària que han de dur a terme els seus bancs centrals.

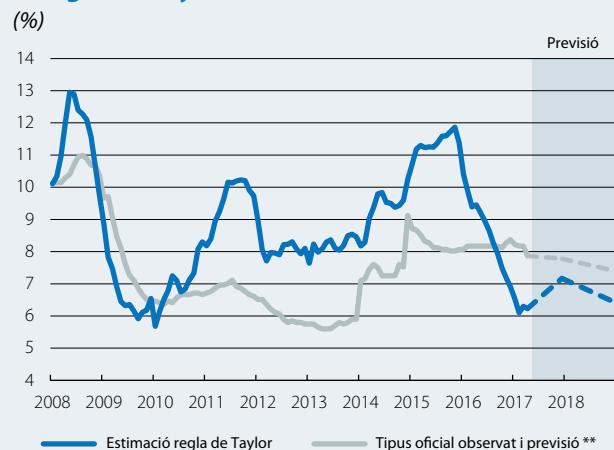
Una eina utilitzada habitualment per avaluar si la política monetària d'un país és adequada per a les seves condicions econòmiques és la regla de Taylor, anomenada així per l'economista nord-americà que la va desenvolupar en la dècada dels noranta. Bàsicament, aquesta regla proporciona una estimació del nivell al qual el banc central hauria de situar el tipus d'interès en funció de les condicions macroeconòmiques del país.

L'estimació d'aquesta regla² per a cinc dels principals bancs centrals emergents posa en relleu diversos elements sobre l'evolució de la política monetària emergent al llarg de l'última dècada. Primer, durant el període que s'inicia just després de la crisi, al final del 2008, i acaba al final del 2010, s'observa una alineació notable entre els tipus oficials dels bancs centrals i el tipus dibuixat per la regla de Taylor. Més tard, a partir del 2010, el tipus oficial se situa per sota del que suggereix la regla de Taylor, la qual cosa apunta al fet que els bancs centrals emergents van implementar una política monetària més laxa del que les condicions macroeconòmiques internes requerien. Finalment, des de les acaballes del 2016, el tipus oficial observat continua relativament desconnectat del nivell estimat per la regla de Taylor, però aquesta vegada en sentit invers, ja que la regla de Taylor apunta al fet que la política monetària emergent és més restrictiva del necessari (vegeu el gràfic adjunt).

Un dels principals elements que explica la diferència entre la política monetària duta a terme als països emergents i la recomanada per la regla de Taylor des de la crisi financera és, precisament, la política monetària implementada als EUA. Per exemple, entre els anys 2010 i 2016, les mesures ultraexpansives adoptades per la Fed van pressionar els bancs centrals emergents a adoptar una política més laxa del que les condicions macroeconòmiques dels respectius països requerien. Si no haguessin acomodat, en part, la política monetària a les condicions financeres internacionals propiciades per la política de la Fed, la seva moneda s'hauria apreciat, la qual cosa hauria erosionat les seves exportacions i hauria pressionat a la baixa la inflació. En canvi, des que la Fed va començar a normalitzar la política monetària, els bancs centrals emergents han mantingut un to més restrictiu del que suggereixen les condicions macroeconòmiques dels seus països per evitar una major depreciació de les seves monedes.

De cara al futur, s'espera que el to de la política monetària dels principals bancs centrals emergents sigui una mica més laxa. De tota manera, la continuïtat del procés de normalització de les condicions monetàries als EUA farà que hagin de mantenir una política monetària una mica més restrictiva del que seria desitjable.

Índex de política monetària emergent segons la regla de Taylor *



Notes: * Mitjana simple dels cinc bancs centrals emergents seleccionats (Brasil, Xina, Mèxic, Rússia i Turquia). ** Previsions dels tipus oficials de CaixaBank Research.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Thomson Reuters Datastream.

1. Per a més detalls sobre aquest assumpte, vegeu el Focus «Quins bancs centrals emergents hauran de seguir el rastre de la Fed?», de l'IM05/2017.
2. L'especificació del model utilitzat és la següent: $i = r^* + \pi + 0.5(\pi - \pi^*) + 0.5c(u - u^*)$ on i és el tipus d'interès de referència nominal; r^* , el tipus real d'equilibri; π , la taxa d'inflació; π^* , la taxa d'inflació objectiu; c , un coeficient a estimar; u , la taxa actual d'atur, i u^* , la taxa de plena ocupació (NAIRU, per les sigles en anglès).

FOCUS · Mesurant el risc del deute sobirà a Europa

El risc sobirà dels països perifèrics ha baixat de forma molt remarcable des del punt culminant de la crisi. No obstant això, el ritme de millora ha estat dispar, en especial durant els dos últims anys, quan han reaparegut alguns focus de risc de naturalesa local.

Per analitzar l'evolució del risc del deute sobirà, normalment es pren la diferència entre la rendibilitat del bo a 10 anys del país i la rendibilitat del *bund* alemany. Això és el que es coneix com la prima de risc sobirana. No obstant això, aquesta variable reflecteix també aspectes que van més enllà de la percepció dels agents sobre el risc sobirà, com, per exemple, canvis en l'aversion al risc dels inversors o en les condicions de liquiditat dels mercats de renda fixa. Alternativament, mitjançant l'aplicació de tècniques estadístiques, es pot estimar quina part de la variació dels tipus sobirans és deguda a factors comuns amb altres països (com la política monetària en el cas dels països de la zona de l'euro) i quina part és deguda a factors idiosincràtics de cada país, com la percepció del risc polític.

Aquest és l'enfocament que adopta l'índex que es presenta al primer gràfic.¹ Com es pot observar, l'índex de risc sobirà va registrar un augment fulgurant en ple fragor de la crisi del deute de la zona de l'euro i va registrar un descens notable després de la cèlebre roda de premsa del president del BCE, Mario Draghi, al juliol del 2012, quan va prometre fer tot el que fos necessari per sostenir l'euro. Més recentment, poc abans de les eleccions franceses, l'índex ha dibuixat una moderada senda alcista, tot i que des de nivells molt baixos.

El cas del deute públic espanyol és destacable, ja que, en els últims anys, la seva evolució s'explica menys per factors idiosincràtics, associats al risc país, i més per factors comuns. En canvi, el pes dels factors idiosincràtics continua sent elevat en el cas del deute d'Itàlia i de Portugal.

Un segon exercici útil per valorar la percepció del risc sobirà del deute públic espanyol consisteix a comparar el tipus d'interès a 10 anys observat al mercat amb el tipus d'interès predit pel model que té en compte l'evolució dels factors comuns i idiosincràtics. Com s'observa a l'últim gràfic adjunt, la rendibilitat observada és inferior a la suggerida per l'evolució dels factors comuns i idiosincràtics estimats. Això no s'observa en altres països perifèrics i podria ser indicatiu de la millora de les perspectives de l'economia i, en definitiva, de la percepció del risc del deute sobirà espanyol.

1. En concret, es du a terme una anàlisi dels components principals. Al gràfic es mostra l'evolució del segon component principal normalitzat, que s'associa als factors idiosincràtics.

Índex de risc sobirà de la zona de l'euro *

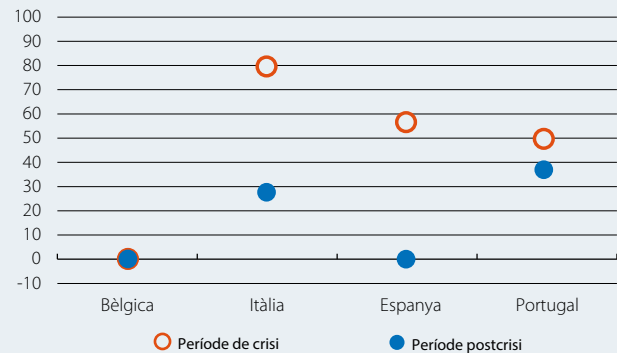
Índex (0 = fragmentació mínima del mercat de deute; 100 = fragmentació màxima)



Nota: * Índex calculat a partir del segon component principal dels tipus d'interès sobirans a 10 anys d'Alemanya, Bèlgica, Espanya, Finlàndia, França, els Països Baixos, Itàlia i Portugal.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

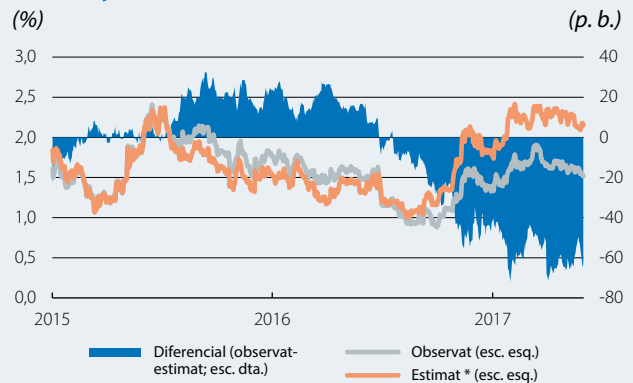
Tipus sobirans a 10 anys: variància explicada pel component idiosincràtic de cada país *

(% de la variància total)



Nota: * El període de crisi comprèn del 2010 al 2013 i el període postcrisi, del 2015 al 2017.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

Espanya: tipus d'interès del deute sobirà a 10 anys



Nota: * El tipus estimat correspon al tipus d'interès sobirà a 10 anys coherent amb els tres primers components principals. Aquesta especificació explica el 93% de la variància del tipus observat.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	30-juny	31-maig	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	-1,2	-4,9
Euríbor 12 mesos	-0,16	-0,13	-3	-7,8	-10,9
Deute públic a 1 any (Alemanya)	-0,65	-0,75	10	15,1	-4,9
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	-0,57	-0,71	14	19,6	8,3
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,47	0,30	17	26,2	59,6
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,54	1,55	-1	15,6	28,3
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) ¹	107	125	-18	-10,3	-31,0
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,25	1,00	25	50,0	75,0
Líbor 3 mesos	1,30	1,21	9	30,2	65,4
Líbor 12 mesos	1,74	1,72	2	5,4	52,4
Deute públic a 1 any	1,23	1,15	8	41,9	77,7
Deute públic a 2 anys	1,38	1,28	10	19,2	74,3
Deute públic a 10 anys	2,30	2,20	10	-14,4	78,5

Spreads de deute corporatiu (p. b.)

	30-juny	31-maig	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	56	62	-6	-16,2	-31,1
Itraxx Financer Sènior	53	70	-17	-40,6	-64,8
Itraxx Financer Subordinat	133	158	-25	-88,4	-111,0

Tipus de canvi

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
\$/€	1,143	1,124	1,6	8,6	2,7
¥/€	128,400	124,560	3,1	4,4	12,2
£/€	0,877	0,872	0,6	2,8	5,8
¥/\$	112,390	110,780	1,5	-3,9	9,3

Primeres matèries

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	446,6	434,2	2,9	5,6	8,1
Brent (\$/barril)	47,9	50,3	-4,8	-15,7	-5,3
Or (\$/unça)	1.241,6	1.268,9	-2,2	7,7	-5,9

Renda variable

	30-juny	31-maig	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.423,4	2.411,8	0,5	8,2	17,0
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.441,9	3.554,6	-3,2	4,6	21,5
Ibex 35 (Espanya)	10.444,5	10.880,0	-4,0	11,7	28,9
Nikkei 225 (Japó)	20.033,4	19.650,6	1,9	4,8	28,7
MSCI emergents	1.010,8	1.005,3	0,5	17,2	23,0
Nasdaq (EUA)	6.140,4	6.198,5	-0,9	14,1	28,5

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

CONJUNTURA · Prosegueix el bon funcionament de l'economia mundial

Els indicadors d'activitat global mantenen el to positiu en el 2T. Així, al maig, l'índex de sentiment empresarial (PMI) compost (és a dir, agregant manufactures i serveis) global es va situar en una confortable zona expansiva, en els 53,7 punts (per damunt del límit dels 50 punts). Cal destacar que aquest índex es va situar per damunt dels 50 punts tant als avançats com als emergents. 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.

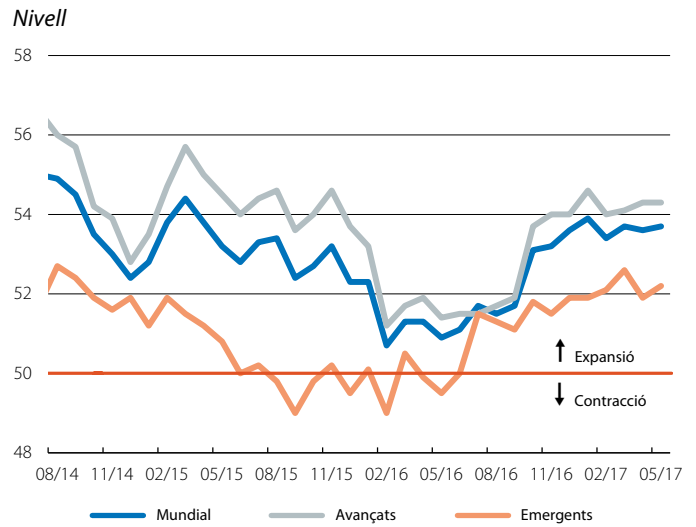
De tota manera, el descens de la inflació i els factors polítics són elements que cal tenir en compte en el balanç de riscos.

En particular, la inflació mundial ha mostrat una clara tendència a la baixa en els últims mesos i, a molts països, hem observat dades per sota del que s'esperava, tant en la inflació general com en la subjacent. Un tema clau en els propers mesos serà, doncs, dirimir si es tracta d'un fenomen sostingut o transitori. Si es tracta d'una tendència de fons, podria alterar l'escenari de política monetària considerat actualment, ja que la normalització monetària es basa en una recuperació gradual de la inflació cap al seu objectiu. D'altra banda, persisteixen els focus d'incertesa política. Als EUA, cal destacar que l'ambiciosa agenda reformista de l'Administració Trump continua estancada, ja que no s'han produït avanços en el pla fiscal i la votació de la reforma sanitària al Senat s'ha hagut d'ajornar per la falta d'acord. La dificultat d'assolir un consens suficient per aprovar aquestes reformes fa presagiar que el camí legislatiu serà lent i ple d'obstacles (molts analistes consideren que, com a molt d'hora, la reforma tributària es podria aprovar al final del 2017). A Europa, la incertesa prové, principalment, de l'inici de les negociacions entre la UE i el Regne Unit pel *brexít*. Als emergents, persisteixen importants riscos a la baixa tant globals (enduriment financer, preu de les primeres matèries inferior al previst...) com específics en determinats països (vegeu el Focus «Riscos emergents: un còctel de Reserva Federal, primeres matèries i política», en aquest *Informe Mensual*).

ESTATS UNITS

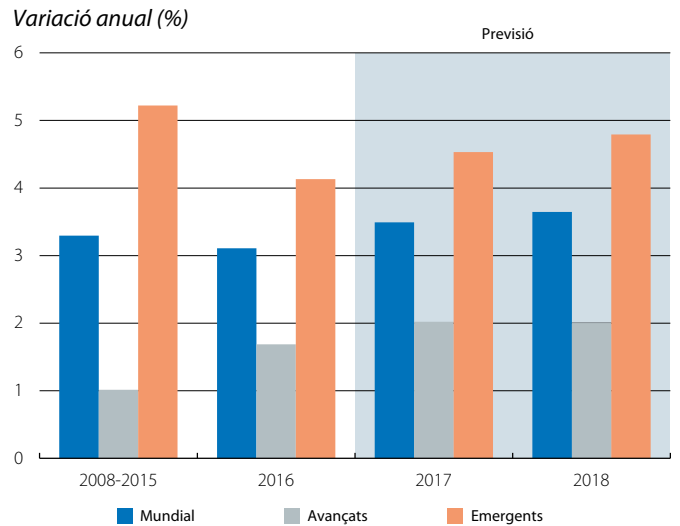
Els indicadors d'activitat i de sentiment econòmic mostren una dinàmica positiva després del discret creixement del 1T. El creixement del PIB del 1T va ser revisat lleugerament a l'alça després de la tercera i última estimació, tot i que l'economia encara registra una desacceleració en relació amb el 4T 2016. El creixement es va situar en el 0,4% intertrimestral (el 2,1% inter-annual), una xifra moderada, malgrat que 1 dècima superior a l'estimació anterior (i 2 dècimes per damunt de la primera estimació). Així i tot, les dades recents d'activitat i de sentiment mostren, en conjunt, una evolució positiva, que apunta a un repunt del creixement en el 2T. En particular, les dades del mercat laboral van ser positives (al maig, es van crear 138.000 llocs de treball i la taxa d'atur es va situar en el 4,3%), i els indicadors de confiança empresarial (ISM) de manufactures i de serveis es

Indicadors d'activitat: PMI compost



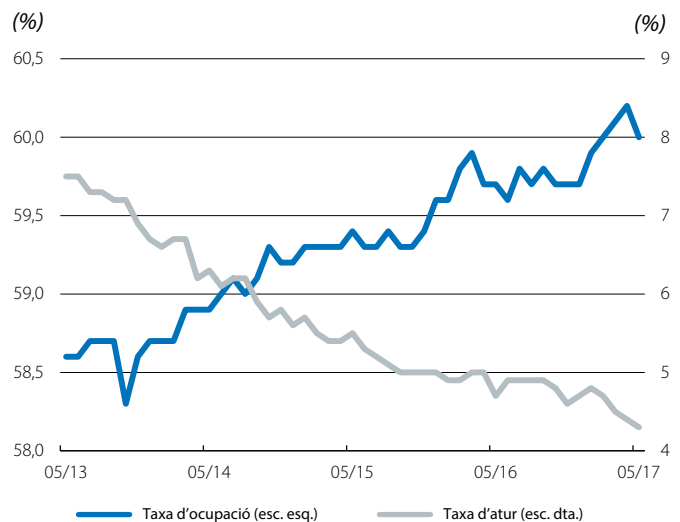
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

PIB mundial



Font: CaixaBank Research.

EUA: mercat laboral



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

van mantenir molt per damunt dels 50 punts. L'índex de confiança del consumidor elaborat pel Conference Board, per la seva banda, es va mantenir en nivells alts després d'una lleugera pujada i va passar de 117,6 punts del maig a 118,9 punts al juny.

La inflació torna a sorprendre a la baixa. En concret, la inflació general va registrar un avanç interanual al maig de l'1,9%, 3 dècimes per sota del consens dels analistes i de la dada d'abril. La inflació subjacent, per la seva banda, es va situar en l'1,7%, 2 dècimes per sota del mes anterior. Amb aquestes dades, la inflació general ha sorprès a la baixa en els tres últims mesos, i la subjacent en dos dels tres últims. La gran incògnita del debat econòmic actual als EUA és si la feblesa de la inflació es mantindrà en els propers mesos o si s'aconseguirà revertir la tendència. L'aplanament de la corba de Phillips (menor reacció de la inflació a una reducció de la taxa d'atur), l'apreciació del dòlar o els efectes de segona ronda derivats de la feblesa del preu del cru són alguns elements que poden contribuir a explicar l'evolució recent de la inflació. Atesa la dada del maig, CaixaBank Research ha revisat a la baixa les previsions d'inflació: el 2017, la general passa del 2,3% al 2,1% i la subjacent, del 2,0% a l'1,9%, mentre que, per al 2018, s'han rebaixat les previsions de les dues inflacions en 1 dècima.

La Fed apuja tipus al juny. En la reunió del juny, la Fed va apujar el tipus d'interès de referència en 25 p. b., fins a l'interval 1,00%-1,25%. Un dels focus d'atenció se situava, precisament, sobre la lectura de l'entitat de les febles dades d'inflació comentades més amunt. La Fed va constatar el descens dels preus dels últims mesos, però li va treure ferro en mostrar una confiança remarcable que, a mitjà termini, la inflació convergirà cap a l'objectiu del 2%. En paral·lel, la Fed va posar en valor la robustesa del mercat laboral i l'evolució positiva del consum privat i de la inversió empresarial.

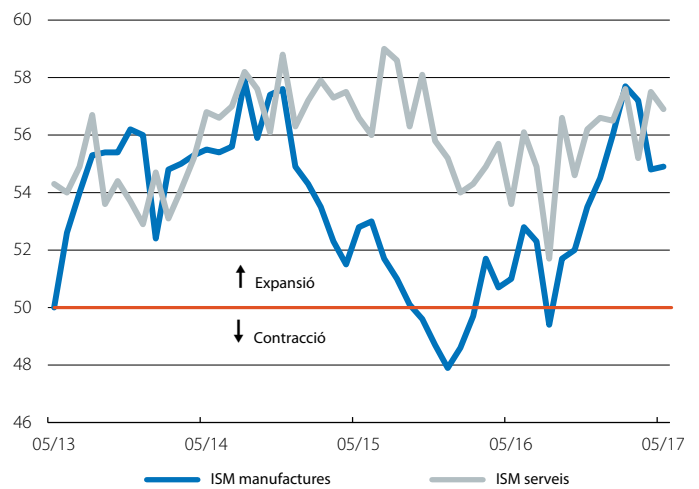
S'engega el procés legislatiu per aconseguir una major desregulació financera. Així, la cambra baixa nord-americana va aprovar la *Financial Choice Act*, un projecte de llei que proposa limitar l'àmbit de la llei Dodd-Frank, que engloba les mesures de regulació financera que va introduir l'Administració Obama després de la crisi financera del 2008. Ara, aquest projecte de llei es debatrà al Senat, on els republicans gaudeixen d'una petita majoria. Aquest projecte de llei inclou mesures com l'eliminació de l'*Orderly Liquidation Authority*, que té com a objectiu la resolució ordenada d'entitats financeres complexes d'una manera àgil, però que és vista per molts com una manera d'institucionalitzar els rescats i reforça la visió que alguns bancs són massa grans per fer fallida (*too big to fail*). També és destacable la proposta que permetria a les entitats amb una ràtio de palanquejament superior al 10% no complir algunes de les exigències de la llei Dodd-Frank, la qual cosa podria beneficiar, sobretot, els bancs petits de caràcter local (*community banks*).

EMERGENTS

Les economies emergents continuen creixent a bon ritme. El bon moment de les economies emergents es va fer evident en l'indicador d'activitat agregat per al conjunt dels països emergents elaborat per l'IIF, que, al maig, va assolir una taxa de creixement del 5,6% (intertrimestral anualitzat). Tot i que aquest

EUA: indicadors d'activitat

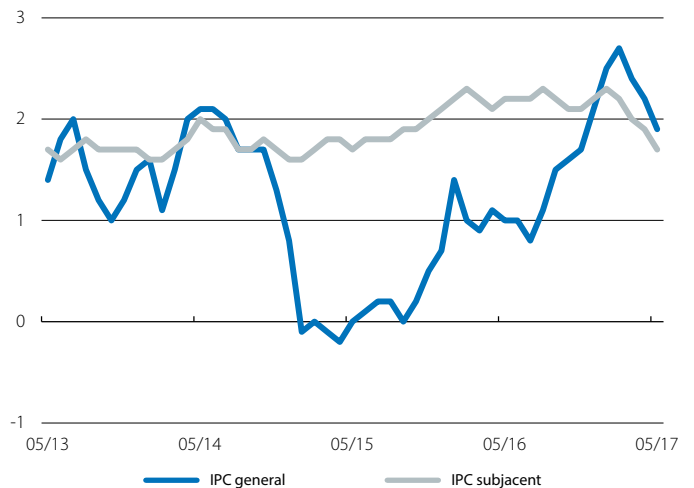
Nivell



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

EUA: IPC

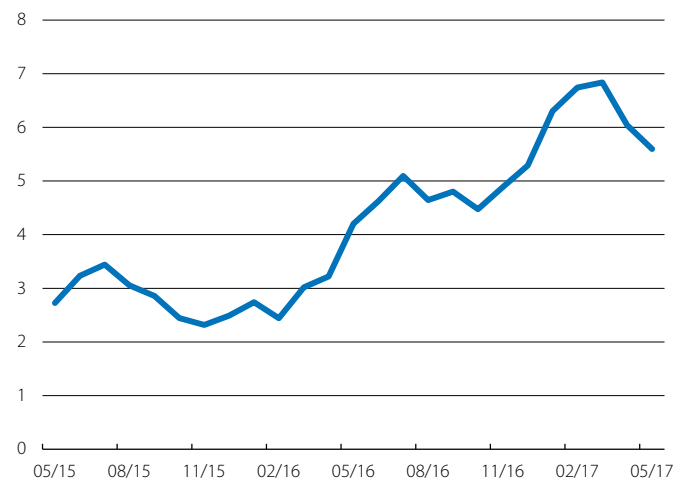
Variació interanual (%)



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

Emergents: indicador de creixement de l'IIF

Creixement intertrimestral anualitzat, mitjana de tres mesos (%)



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

índex s'ha alentit en els dos últims mesos, es tracta d'un avanç encara molt respectable (3 dècimes per damunt del creixement mitjà de l'indicador en els 12 últims mesos). A més a més, cal tenir en compte que aquest indicador s'havia situat en nivells anormalment alts en el primer tram de l'any. Reforçant aquest escenari positiu, al juny, les economies emergents van anotar notables entrades de capital estranger (deute i accions) per valor de 17.800 milions de dòlars.

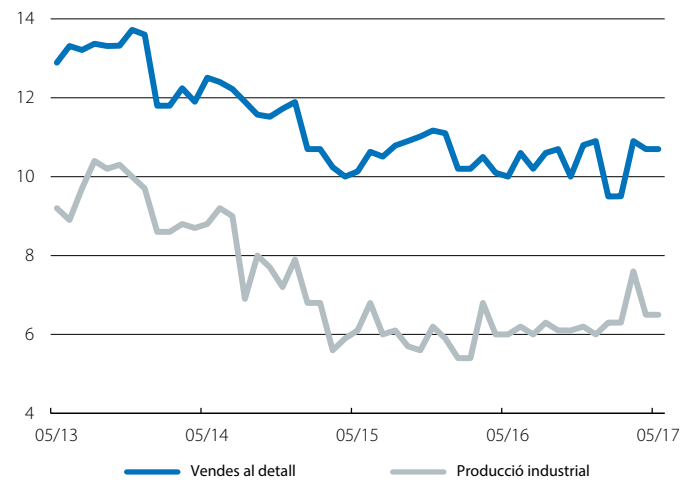
Xina: sense novetats al front. Al gegant asiàtic, els indicadors d'activitat recents evidencien que l'economia continua creixent a un bon ritme en el 2T. Així, l'índex de sentiment empresarial (PMI) va romandre en zona expansiva, mentre que tant les vendes al detall com la producció industrial van mantenir el mateix ritme de creixement que a l'abril (el 10,5% i el 6,5%, respectivament). L'FMI ha fet una lectura relativament optimista de l'economia i contempla un creixement del 6,7% el 2017 (CaixaBank Research preveu un creixement del 6,6%) i del 6,4% entre el 2018 i el 2020. Això ha anat acompanyat d'una crida a aprofundir en la via de les reformes econòmiques i a accelerar el canvi de model productiu, per assegurar l'estabilitat financera i un creixement equilibrat a mitjà termini.

Brasil: una de freda i una de calenta. La notícia positiva va provenir de l'àmbit econòmic: el país va sortir de la recessió amb un creixement de l'1,0% intertrimestral en el 1T 2017, la qual cosa representa el primer avanç intertrimestral des del final del 2014. La recuperació del creixement va ser deguda, en bona part, al formidable comportament de les exportacions, que reben el suport d'una collita excepcional. Així i tot, l'escenari macroeconòmic que contempla CaixaBank Research no s'ha modificat, de manera que les previsions de creixement no canvien (avanç del 0,7% el 2017 i del 2,1% el 2018). Malgrat la millora econòmica, les notícies negatives continuen sent protagonitzades per l'elevada incertesa política. Així, el futur del president Temer s'ha tornat a enfosquir després d'haver estat acusat formalment d'un suposat delictes de corrupció per la Fiscalia del Brasil al final de juny, de manera que és probable un relleu presidencial abans de les eleccions del 2018.

Mèxic i Turquia, dos països que encarnen diferents dilemes emergents. En particular, ara com ara, Mèxic resisteix amb relativa folgança el *shock* d'incertesa associat a la política dels EUA. Així, la revisió del PIB en el 1T 2017 situa el creixement interanual en el 2,8%, 4 dècimes per damunt de la primera estimació. Malgrat aquesta revisió, convé no llançar les campanes al vol: la incertesa sobre les polítiques de l'Administració Trump, l'elevada inflació i la proximitat de les incertes eleccions presidencials del 2018 (el candidat populista d'esquerres, López Obrador, podria ser el vencedor) són factors que conviden a la cautela. L'economia turca, per la seva banda, va exhibir un sorprenent vigor en el 1T 2017, amb un creixement del PIB del 4,9% interanual (el 3,5% en el 4T 2016), esperonada per un augment substancial de la despesa pública. Amb aquesta bona dada, CaixaBank Research ha millorat les previsions de creixement de l'economia otomana, que passen del 2,5% al 3,5% el 2017 i del 3,0% al 3,2% el 2018. Així i tot, és poc probable que l'actual taxa de creixement sigui sostenible a mitjà termini, a causa de l'elevada incertesa política, de les vulnerabilitats exteriors del país i de l'elevada inflació.

Xina: indicadors d'activitat

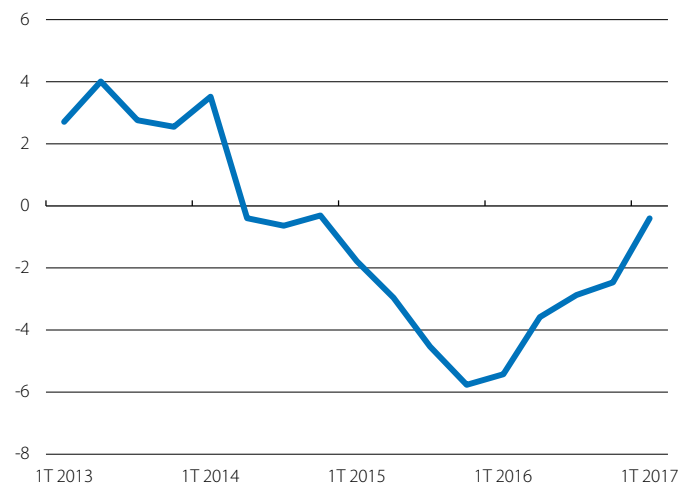
Variació interanual (%)



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

Brasil: PIB

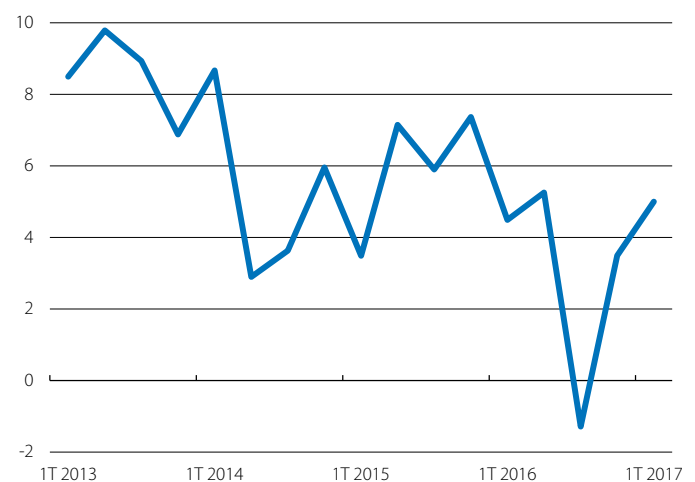
Variació interanual (%)



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

Turquia: PIB

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'Institut Turc d'Estadística.

FOCUS · Riscos emergents: un còctel de Reserva Federal, primeres matèries i política

Les economies emergents van camí d'encadenar dos anys positius. Segons les previsions de CaixaBank Research, la mitjana dels 20 emergents de referència (vegeu el detall de països al gràfic adjunt) creixerà el 3,0% el 2017 i el 3,4% el 2018, enfront del 2,6% del 2016. Serà una acceleració del ritme d'activitat que se simultaniejarà amb una alça moderada de la inflació, que passarà del 5,0% del 2016 al 5,5% el 2018. Així i tot, l'etapa de bonança no s'aprofitarà per atacar amb decisió els desequilibris macroeconòmics que encara persisteixen. En particular, s'albira poc esforç de consolidació fiscal o de despallanquejament, sigui públic o privat. Malgrat aquest «però», la percepció de conjunt, ho reiterem, és favorable. En aquest context, quin mapa de riscos es té en compte? Continua prevalent la narrativa de mesos enrere d'importants focus d'incertesa globals que podrien lesionar els anomenats «emergents fràgils»? Desafortunadament, la resposta és que els riscos a la baixa continuen sent notoris.

Abans d'analitzar amb més detall els factors de risc de les economies esmentades, convé precisar que el mapa de riscos que es presenta a continuació consisteix en una valoració de la possibilitat que l'escenari macroeconòmic dels diferents emergents sigui diferent de l'escenari amb què treballa CaixaBank Research per a cada economia. En concret, s'integren en un mesurament qualitatiu tant la probabilitat d'ocurrència del risc com el seu impacte en relació amb l'escenari de referència de cada economia per al període 2017-2018.¹ Aquest mesurament pren valors compresos entre 0 (menor nivell de risc) i 6 (major nivell de risc). Malgrat que els factors de risc que afecten els diferents països són múltiples i diferents, és possible identificar dues grans categories: els riscos globals i els riscos idiosincràtics. Els globals es caracteritzen per tenir un impacte transversal o ampli en moltes economies. És el cas, per exemple, d'un major enduriment del previst de les condicions financeres internacionals arran de la normalització de la política monetària de la Reserva Federal dels EUA. Els idiosincràtics, en canvi, tenen l'origen i un impacte circumscrit en un país. Una mostra d'aquest tipus seria la inestabilitat política per causes internes que afecta un emergent determinat.

Doncs bé, a nivell agregat, el risc mitjà del grup d'emergents analitzats és de 4,0, una xifra en què el pes dels factors globals és una mica més alt que el dels idiosincràtics (el 54% enfront del 46%, respectivament). Atès que aquesta és la situació del conjunt, és interessant destacar que, als cinc països que acumulen un major nivell de risc, es pot identificar una contribució més elevada dels factors idiosincràtics. Així i tot, els factors globals també són rellevants.

En aquest sentit, cal preguntar-se quins són els principals riscos globals. Per abordar aquesta qüestió, és possible establir un doble criteri. El primer és la freqüència, és a dir, el nombre de països que es podrien veure afectats pel risc en qüestió. El segon és el que es podria anomenar intensitat, és a dir, el nivell de risc mitjà que s'obté de

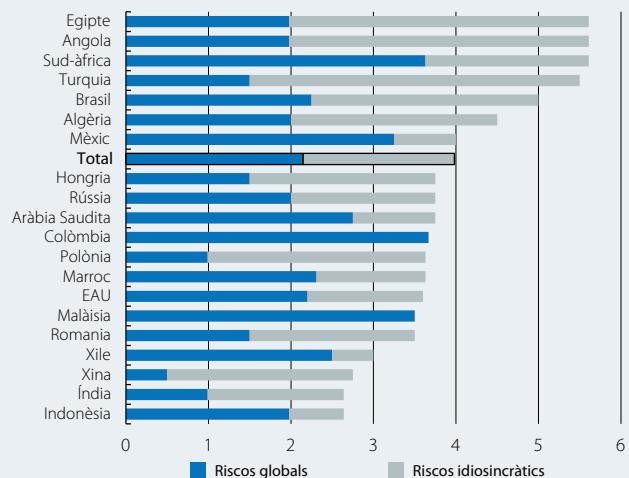
fer la mitjana del valor del risc en qüestió als països que el comparteixen. Amb diferència, els dos principals riscos globals són el major enduriment del finançament internacional (que podria afectar 13 dels 20 emergents, amb una intensitat alta, de 4,6) i un preu de les primeres matèries inferior al previst (que afectaria 10 països, tots ells exportadors de primeres matèries, amb una intensitat de 4,3).

Una anàlisi similar es pot realitzar amb els riscos idiosincràtics, tractant d'agrupar-los en funció de la seva naturalesa. Un primer bloc resultant es pot anomenar «político-institucional». Reuneix riscos específics com l'orientació populista, la falta de previsibilitat política o el deteriorament institucional. Aquesta categoria de riscos afecta 10 països, i la intensitat del risc és elevada (4,5). Com també ho és la següent, la que titulem «geopolítica», que afecta set economies i té una intensitat de 3,8. Finalment, un tercer bloc de riscos idiosincràtics agrupa diferents riscos relacionats amb les finances públiques. Malgrat que només hi trobem cinc països, la intensitat és substancial (4,4).

En definitiva, del mapa de riscos dels emergents de referència, es desprenen dues grans conclusions. La primera és que, sense deixar de parar esment als riscos globals, cal seguir amb deteniment els riscos idiosincràtics. Es tracta d'una derivada interessant, perquè moltes vegades l'atenció, i la narrativa, sobre els emergents fràgils se centra molt en la seva vulnerabilitat davant els focus de riscos globals i es tendeix a desatendre, en certa mesura, el paper que podrien jugar els factors idiosincràtics. Les dades anteriors suggereixen que, sense negar que els riscos globals són una font de risc, les febleses pròpies no són negligibles. La segona conclusió és que la política importa, i molt, ja que, en molts països emergents, el principal tipus de risc idiosincràtic té aquesta naturalesa.

Riscos globals i idiosincràtics a les economies emergents

Índex (0 a 6) *



Nota: * L'escala de risc va de 0 (menys risc) a 6 (més risc).
Font: CaixaBank Research.

1. En aquest Focus, se sintetitza l'anàlisi de risc de 20 economies emergents que es realitza a la publicació de CaixaBank Research «Fitxes països», número 4, del juny del 2017.

FOCUS · Sud-àfrica, en el punt de mira dels mercats

Sud-àfrica és un dels països emergents que, des de fa temps, centra una gran part de l'atenció dels analistes, per la seva rellevància regional (es tracta de la segona economia africana, amb importants vincles amb la resta de països subsaharians), però, sobretot, per l'alentiment econòmic que ha patit (ha passat d'avanços al voltant del 4% al començament dels 2000 al 0,4% del 2016) i per l'acumulació de desequilibris macroeconòmics. Preocupen, en especial, l'elevada dependència del país del finançament extern i el ràpid augment del deute públic, que, el 2016, va pujar fins al 50,5% del PIB.

En aquest context, el cessament, al final de març, del prestigiós ministre de Finances i d'altres alts mandataris que formaven part del sector més reformista del Govern i la pèrdua posterior del grau d'inversió per part d'S&P i de Fitch compliquen encara més les perspectives econòmiques, ja prou deteriorades. I és que una gran part de la confiança dels inversors internacionals sobre la voluntat reformista del país estava dipositada en el destituït ministre de Finances, Pravin Gordhan, que ja havia anunciat un important pla de consolidació fiscal.

Malgrat que s'espera que el creixement s'acceleri lleugerament en els propers anys i s'acosti al 2%, la disminució de la confiança en l'economia sud-africana és perillosa, en especial per la seva vulnerabilitat externa, que la fa molt sensible a canvis en el sentiment inversor. En particular, Sud-àfrica exhibeix un elevat dèficit per compte corrent, del 4,3% del PIB de mitjana en els tres últims anys. A més a més, el finançament extern es dona, sobretot, a través de fluxos de cartera i d'un altre tipus d'inversions diferents a la inversió estrangera directa (IED), aquesta última molt més estable en el temps. Per tant, la rebaixa del *rating* a zona especulativa podria ocasionar sortides sobtades de capital estranger i un augment important del cost de finançament. Així mateix, el deute extern brut s'ha incrementat de manera substancial, fins a representar un significatiu 45% del PIB (des de cotes del 22% el 2007), i el nivell de les reserves internacionals, un dels amortidors davant de crisis externes, s'apropa massa als nivells considerats mínimament segurs: cobreix 4,2 mesos d'importacions de béns i serveis i el 117% del deute extern a curt termini.¹

Arribats a aquest punt, però, cal esmentar alguns elements que matisen aquest panorama exterior tan poc encoratjador. El tipus de canvi flexible i la denominació d'una part important del deute extern en moneda local ajuden en aquesta tessitura. En concret, el 50% del deute extern està denominat en moneda estrangera, enfront de valors superiors al 75% a la majoria d'emergents. D'aquest

deute, a més a més, la major part és corporatiu, que disposa d'una major capacitat de cobertura de risc canviari, ja que la majoria està en mans d'empreses exportadores de primeres matèries. En canvi, el Govern ha emès principalment en rands: més del 85%, segons les dades de l'Institut de Finances Internacionals (IIF, per les sigles en anglès).

Així, el fet que la pèrdua del grau d'inversió s'hagi produït sobre el deute en moneda estrangera i no sobre el deute en rands (almenys en dues de les agències més prestigioses) és, ara com ara, un alleujament important. No obstant això, per recuperar la confiança dels inversors, Sud-àfrica ha de presentar un pla d'actuació que asseguri la sostenibilitat de les finances públiques a mitjà termini i una agenda de reformes estructurals que millori les perspectives de creixement.

Sud-àfrica: rating del deute sobirà a llarg termini

		Deute en moneda estrangera	Deute en moneda local
S&P	<i>Rating</i>	BB+	BBB-
	<i>Outlook</i>	Negatiu	Negatiu
	Posició en relació amb el grau d'inversió *	-1	+1
Fitch	<i>Rating</i>	BB+	BB+
	<i>Outlook</i>	Estable	Estable
	Posició en relació amb el grau d'inversió *	-1	-1
Moody's	<i>Rating</i>	Baa3	Baa3
	<i>Outlook</i>	Negatiu	Negatiu
	Posició en relació amb el grau d'inversió *	+1	+1

Nota: * Nombre de graons per damunt (+) o per sota (-) en relació amb el grau d'inversió.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de les diferents agències de qualificació creditícia.

1. Segons l'FMI, tres mesos d'importacions i el 100% del deute extern a curt termini solen ser els límits estàndards pel que fa a les reserves.

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	06/17
Activitat									
PIB real	2,6	1,6	1,3	1,7	2,0	2,1	-	...	-
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,8	4,2	3,4	3,4	4,0	3,9	3,6	...
Confiança del consumidor (valor)	98,0	99,8	94,8	100,7	107,8	117,5	119,4	117,6	118,9
Producció industrial	-0,7	-1,2	-1,3	-1,2	-0,1	0,6	2,1	2,2	...
Índex activitat manufacturera (ISM) (valor)	51,4	51,5	51,5	51,1	53,3	57,0	54,8	54,9	...
Habitatges iniciats (milers)	1.107	1.177	1.158	1.150	1.248	1.238	1.156	1.092	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà (valor)	179	189	188	189	192	197	198	...	...
Taxa d'atur (% pobl. activa)	5,3	4,9	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	...
Taxa d'ocupació (% pobl. > 16 anys)	59,4	59,7	59,7	59,8	59,7	60,0	60,2	60,0	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,8	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	...	...
Preus									
Preus de consum	0,1	1,3	1,0	1,1	1,8	2,5	2,2	1,9	...
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	1,9	1,7	...

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	05/17
Activitat								
PIB real	1,1	1,0	0,9	1,0	1,6	1,3	-	...
Confiança del consumidor (valor)	41,3	41,7	41,2	42,1	42,2	43,4	43,2	43,6
Producció industrial	-1,2	-0,2	-1,5	1,0	2,8	3,9	7,2	5,0
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	3,1
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,5	0,7	0,1	0,5	0,7	0,7	0,9	0,9
Preus								
Preus de consum	0,8	-0,1	-0,3	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,4
Preus de consum subjacent	1,4	0,6	0,7	0,4	0,2	0,1	0,0	0,1

Nota: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades del Departament de Comunicacions, Banc del Japó i Thomson Reuters Datastream.

XINA

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17
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	10,7
Producció industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,1	6,8	6,5	6,5
PMI manufactures (oficial) (valor)	49,9	50,3	50,1	50,2	51,4	51,6	51,2	51,2
Sector exterior								
Balança comercial ¹ (valor)	608	512	575	554	512	468	466	462
Exportacions	-2,3	-8,4	-7,5	-7,0	-5,3	8,2	8,0	8,7
Importacions	-14,2	-5,7	-7,1	-4,7	2,1	24,0	11,8	14,7
Preus								
Preus de consum	1,4	2,0	2,1	1,7	2,2	1,4	1,2	1,5
Tipus d'interès de referència ² (valor)	4,35	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	6,9

Notes: 1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos. Milers de milions de dòlars. 2. Final del període.

Font: CaixaBank Research, a partir de les dades de l'Oficina Nacional d'Estadística xinesa i Thomson Reuters Datastream.

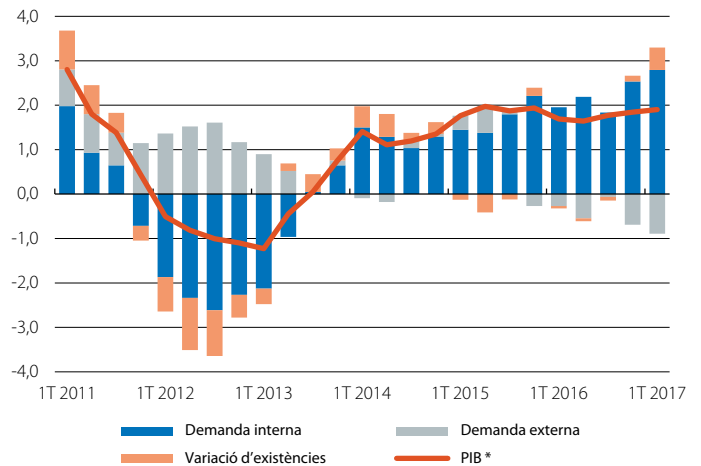
CONJUNTURA · El ritme d'activitat de la zona de l'euro agafa velocitat

La recuperació econòmica s'estén per països i la incertesa remet. L'economia de la zona de l'euro va accelerar el ritme de creixement en el primer trimestre de l'any. En concret, el PIB de la zona de l'euro va avançar el 0,6% intertrimestral, el ritme de creixement més intens des del començament del 2015 i 1 dècima per damunt de l'estimació preliminar, després de les revisions a l'alça del creixement de França, d'Itàlia i de Grècia fins al 0,4% intertrimestral. Aquesta major fermesa del ritme d'activitat observada en el 1T recull la millora sostinguda dels indicadors de sentiment econòmic des del final del 2016. Atesa aquesta evolució, el BCE ha revisat per segona vegada enguany les previsions del creixement de la zona de l'euro, de l'1,8% a l'1,9% per al 2017 i de l'1,7% a l'1,8% per al 2018 (d'acord amb les previsions de CaixaBank Research). A aquestes perspectives favorables, s'ha sumat la desaparició d'una part del risc polític que planava sobre la zona de l'euro des de l'any passat. En aquest sentit, destaca la victòria per majoria absoluta del partit d'Emmanuel Macron a l'Assemblea de França, la qual cosa facilitarà la implementació de l'agenda reformista i pot contribuir a impulsar el procés d'integració europeu. A més a més, l'Eurogrup va arribar a un acord amb Grècia per al següent desemborsament de fons previst al tercer programa de rescat, la qual cosa li permetrà al país afrontar els venciments del deute dels propers mesos, tot i que això no esvaeix els dubtes sobre la sostenibilitat del deute a llarg termini. No obstant això, malgrat la menor incertesa política, encara persisteixen alguns focus de risc. Encara falta celebrar algunes cites electorals en alguns països de la zona de l'euro (Alemanya i Itàlia), i, el 19 de juny, es van iniciar les negociacions del *brexit* amb el Regne Unit, un procés que s'espera que sigui llarg i complex. D'altra banda, el Govern italià va procedir a la liquidació dels bancs regionals Veneto i Popolare di Vicenza, després que la Junta Única de Resolució (JUR) considerés que la resolució no era necessària per motius d'interès públic (la liquidació no tindria un impacte significatiu sobre l'estabilitat financera). La Comissió Europea va autoritzar el Govern italià a utilitzar ajudes públiques per facilitar el procés de liquidació, atès l'impacte potencial sobre l'economia real de la regió de Veneto si aquesta liquidació es produïa de forma desordenada. La liquidació de les entitats es realitzarà mitjançant la venda dels actius sans a Intesa Sanpaolo i el traspàs dels préstecs dubtosos a una societat pública de gestió.

Els indicadors d'activitat apunten a un creixement sòlid en el 2T. Els indicadors de sentiment econòmic mantenen una tendència a l'alça i se situen en màxims dels últims anys. L'índex de sentiment empresarial compost (PMI) per al conjunt de la zona de l'euro es va situar en els 55,7 punts al juny, un registre una mica inferior al del mes de maig (56,8). No obstant això, l'índex mitjà per al 2T es va situar en els 56,4 punts, per damunt del registre del trimestre anterior (55,6) i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Per la seva banda, l'índex de sentiment econòmic (ESI) va augmentar fins als 111,1 punts al

Zona de l'euro: PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)

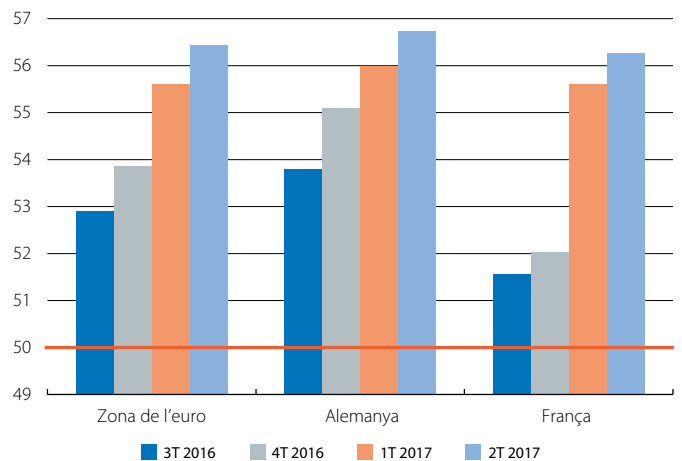


Nota: * Variació interanual (%).

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

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

Nivell

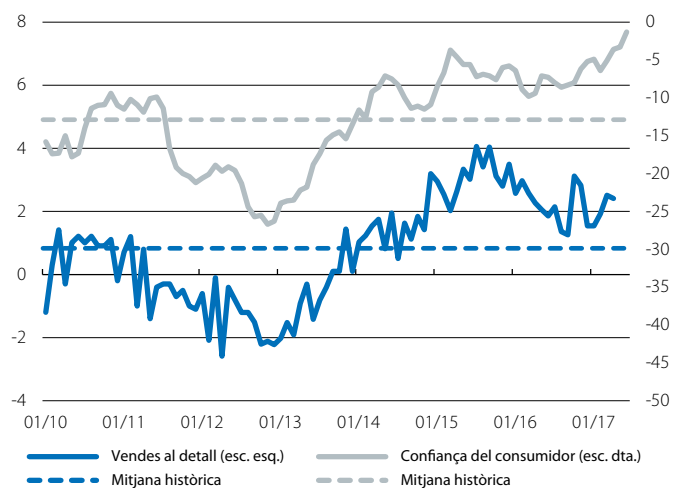


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

Zona de l'euro: indicadors de consum

Variació interanual (%)

Nivell



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

juny, el nivell més alt des de l'agost del 2007. Per països, destaca, en especial, Alemanya, amb un índex PMI mitjà de l'abril al juny que es va situar en els 56,7 punts i un indicador de sentiment empresarial IFO que va assolir el nivell més alt registrat.

El consum continua empenyent el creixement de l'economia. Això es reflecteix en l'evolució de les vendes al detall a la zona de l'euro, les quals van augmentar el 2,5% interanual a l'abril, el mateix registre que en el mes anterior. Per la seva banda, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro va assolir els -1,3 punts al juny, el registre més alt des del maig del 2007. Així, la bona evolució d'aquests dos indicadors suggereix que el consum privat es manté com un dels pilars de la recuperació de la zona de l'euro, conjuntura que es mantindrà en els propers mesos, gràcies a l'entorn de baixos tipus d'interès i a les millores del mercat laboral.

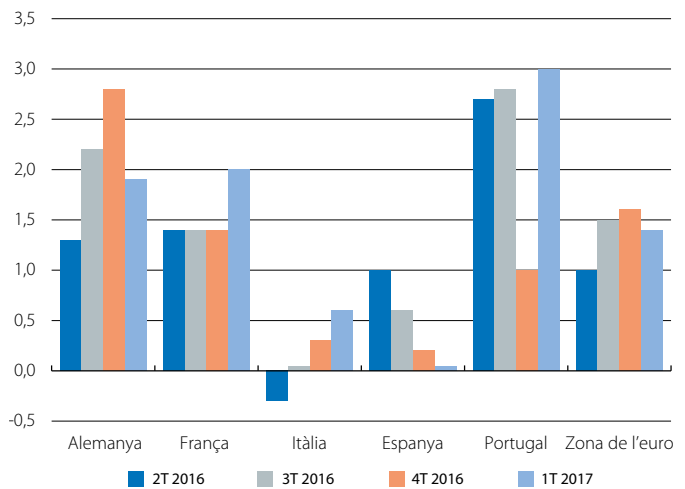
El major ritme de creixement es reflecteix més en la creació d'ocupació que en els salaris. L'ocupació al conjunt de la zona de l'euro va augmentar el 0,4% intertrimestral en el 1T i va situar el total d'empleats en 154,8 milions, el nivell més alt registrat. El creixement de l'ocupació va ser generalitzat per països, i van destacar els avanços de Portugal (l'1,0%), d'Espanya (el 0,7%) i d'Alemanya (el 0,5%). Per la seva banda, l'augment de l'ocupació va ser una mica més moderat a França i a Itàlia, on la recuperació econòmica encara és menys vigorosa. No obstant això, malgrat el creixement de l'ocupació, els costos salarials es mantenen continguts. En concret, els costos salarials per hora al conjunt de la zona de l'euro van augmentar l'1,4% interanual en el 1T 2017, un nivell similar al dels dos últims trimestres. Per països, els costos salarials van avançar a un ritme més vigorós a Alemanya (l'1,9% interanual), a França (el 2,0%) i a Portugal (el 3,0%) i a un ritme més feble a Itàlia (el 0,6%) i a Espanya, on l'avanç va ser nul.

La inflació manté una tendència de normalització molt gradual. Al juny, la inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), es va situar en l'1,3%, 1 dècima per sota del registre del mes anterior, a causa d'una menor contribució del component energètic i dels aliments no processats. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou els components volàtils (energia i aliments no processats) i que és indicativa de les tendències inflacionistes a mitjà termini, va augmentar al juny fins a l'1,2%, un registre 0,2 p. p. superior al del mes anterior. Esperem que, en els propers mesos, la inflació subjacent mantingui una tendència de recuperació gradual, gràcies al creixement de l'activitat i a les millores al mercat laboral.

El saldo per compte corrent es manté en terreny positiu, però disminueix. El superàvit de la balança per compte corrent de la zona de l'euro (acumulat de 12 mesos) va assolir els 349.900 milions d'euros a l'abril, un registre equivalent al 3,2% del PIB i inferior als 358.600 milions d'euros de l'abril del 2016. Aquest descens va ser degut, en especial, al menor superàvit de la balança de serveis (de 70.400 milions d'euros a 57.800), però també de béns (de 359.500 milions d'euros a 357.200). De cara als propers trimestres, esperem que el superàvit extern mantin-

Zona de l'euro: costos salarials

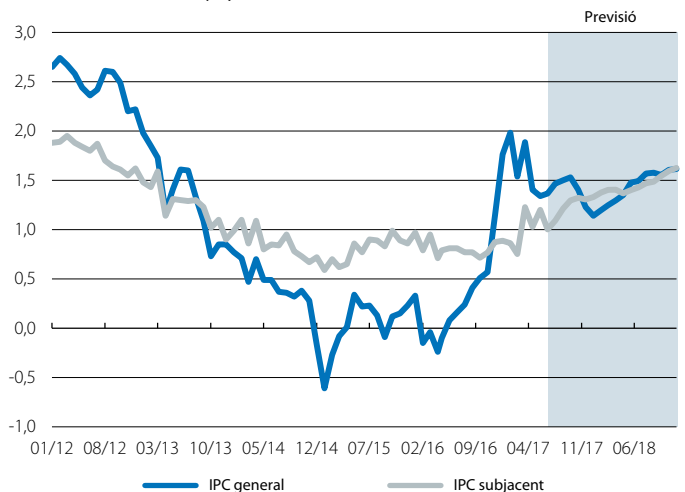
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: IPC harmonitzat

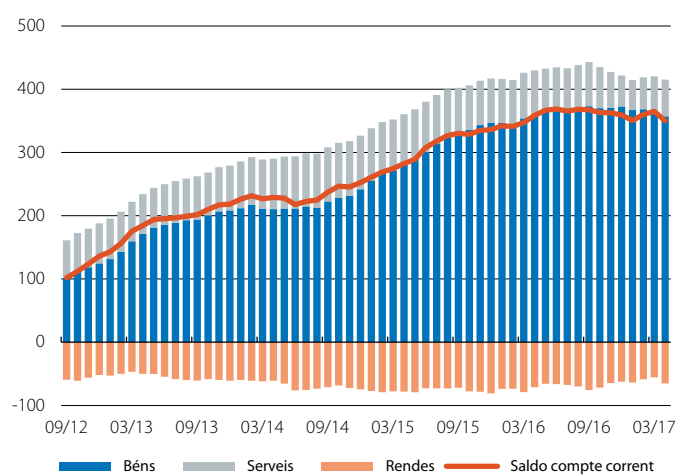
Variació interanual (%)



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

Zona de l'euro: compte corrent

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



Nota: Sèrie desestacionalitzada.

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

gui aquesta tendència a la baixa, a mesura que les importacions augmentin amb la recuperació de la inversió.

PORTUGAL

La recuperació econòmica es consolida. Després del fort creixement mostrat per l'economia portuguesa en el 1T (l'1,0% intertrimestral, el 2,8% interanual), els indicadors d'activitat referents als mesos d'abril i maig mostren que el bon ritme d'activitat es manté en el 2T. Atesa aquesta evolució, el Banc de Portugal ha revisat a l'alça el creixement previst per al 2017, de l'1,8% al 2,5%, i per al 2018, de l'1,7% al 2,0% (en línia amb les previsions de CaixaBank Research). En els propers trimestres, el creixement continuarà tenint el suport de la demanda interna, que mantindrà la solidesa gràcies a la recuperació gradual del mercat laboral, a la millora de la confiança empresarial i a unes condicions financeres acomodaticies. La demanda externa també continuarà contribuint molt positivament al creixement, atesa la fortalesa de les exportacions, que es beneficiaran d'un entorn exterior més favorable i dels guanys de competitivitat dels últims anys.

La inversió es comença a recuperar. Tot i que encara es manté el 30% per sota del nivell precisi, el component d'inversió (FBCF) ha anat guanyant protagonisme en els últims trimestres i, en el 1T, va avançar el 2,1% intertrimestral (el 8,9% interanual). Aquesta evolució s'explica per una acceleració del ritme de creixement de la inversió en construcció (el 5% intertrimestral) i, en menor mesura, en béns d'equipament (l'1,2%). Per als propers trimestres, esperem el manteniment d'aquesta dinàmica de la inversió, reflex d'una marcada recuperació de la inversió pública (impulsada per l'augment dels fons europeus) i d'una bona evolució de la inversió empresarial, i confiem que sigui un dels pilars del creixement de l'economia de Portugal el 2017.

Les finances públiques es beneficien de la conjuntura econòmica. El dèficit públic es va situar en l'1,7% del PIB (acumulat de 12 mesos) en el primer trimestre de l'any, la qual cosa representa una important correcció en relació amb el registre del 1T 2016 (el 3,7%). Aquesta evolució positiva va ser deguda al major creixement dels ingressos, que van augmentar l'1,1%, percentatge que cal comparar amb el mateix període del 2016, i a una disminució de la despesa total del 3,1%. Per a la resta de l'any, la recuperació econòmica, els menors costos de finançament i les mesures d'ajust fiscal haurien de permetre apropar el dèficit (o situar-lo per sota) del nivell objectiu pactat amb Brussel·les (l'1,6% del PIB). En aquest context, i després que el dèficit públic se situés per sota del 3% del PIB el 2016, el Consell Europeu ha fet efectiva la sortida de Portugal del Procediment de Dèficit Excessiu, la qual cosa hauria de contribuir a una millora de les condicions financeres del país. Així mateix, el baix dèficit públic i el creixement sostingut del PIB nominal donaran suport a una reducció gradual de la ràtio del deute en els propers anys (aproximadament de 2 p. p. per any). En aquest context de millora de les finances públiques, l'agència de qualificació Fitch ha revisat la perspectiva sobre el deute sobirà de Portugal, d'estable a positiva, la qual cosa obre la porta a la revisió del *rating* si aquesta dinàmica favorable es manté en els propers trimestres.

Previsions del Banc de Portugal

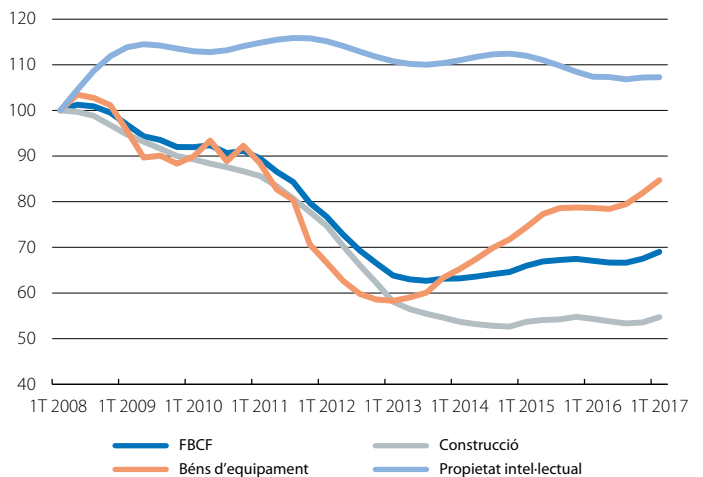
Variació anual (%)

	Previsió		Variació en relació amb la previsió de març 2017 (p. p.)	
	2017	2018	2017	2018
PIB	2,5	2,0	▲ 0,7	▲ 0,3
Consum privat	2,3	1,7	▲ 0,2	▲ 0,3
Consum públic	0,4	0,6	▲ 0,2	▲ 0,1
Inversió (FBCF)	8,8	5,3	▲ 2,0	▲ 0,3
Exportacions	9,6	6,8	▲ 3,6	▲ 2,0
Importacions	9,5	6,9	▲ 2,2	▲ 2,1

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal (Economic Bulletin, juny del 2017).

Portugal: inversió (FBCF) i components *

Índex (100 = 1T 2008)

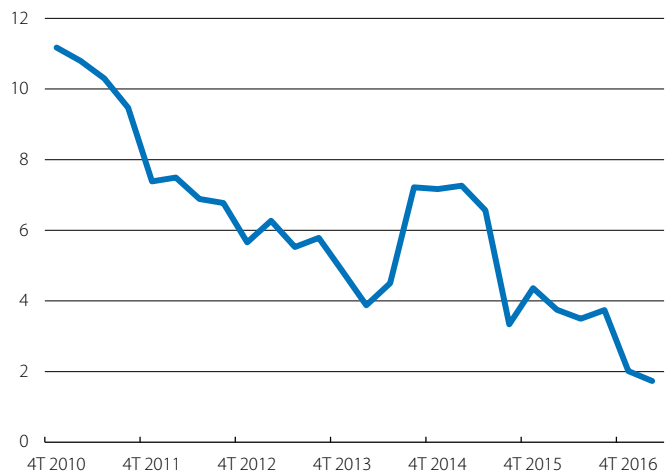


Nota: Acumulat de quatre trimestres.

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

Portugal: dèficit públic

(% del PIB)



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

FOCUS · Polarització de l'ocupació a la zona de l'euro

El mercat de treball de la zona de l'euro està en ple procés de recuperació. El nombre d'ocupats va assolir els 154,8 milions en el 1T 2017, un màxim històric, i la taxa d'atur acumula quatre anys de reducció i, en el 1T 2017, es va situar en el 9,4%.

No obstant això, al mateix temps, el mercat laboral europeu està cada vegada més polaritzat: l'augment de l'ocupació és especialment intens en feines de qualificacions¹ i de salaris alts i en feines de qualificacions i de salaris baixos. En concret, entre el 1995 i el 2015, la proporció d'ocupats de qualificació alta en relació amb el total d'ocupats va augmentar en 8,1 p. p., mentre que els de qualificació baixa van augmentar 3,4 p. p. En canvi, la proporció d'ocupats de qualificació mitjana es va reduir 11,5 p. p. Aquesta polarització ha tingut lloc a tots els països de la zona de l'euro, i també als EUA, però amb una intensitat diferent en funció del país (vegeu el primer gràfic).

Per entendre els factors que expliquen aquesta polarització del mercat de treball, Acemoglu i Autor,² entre altres autors, han analitzat, per al cas dels EUA, les característiques dels llocs de treball que augmenten el seu pes i les dels que el redueixen. En concret, han caracteritzat les diferents tasques que es realitzen en cada ocupació i en quina intensitat. Per exemple, en funció de si són tasques rutinàries o no, cognitives o manuals, o en funció de si són tasques deslocalitzables. Finalment, han categoritzat les diferents ocupacions en funció de les tasques que es realitzen en cada cas.

Si fem el mateix exercici per al mercat de treball europeu, observem que les ocupacions de qualificació mitjana, les que han perdut pes en relació amb l'ocupació total, es caracteritzen per ser rutinàries i deslocalitzables (vegeu el segon gràfic). En canvi, en les ocupacions de qualificació baixa i elevada, les tasques que cal dur a terme són, majoritàriament, no rutinàries, tant cognitives com manuals.

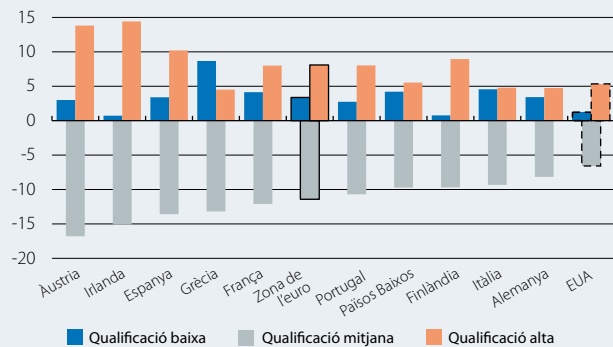
Aquests resultats són molt semblats als dels EUA. Això suggereix que les causes de la polarització del mercat de treball cal buscar-les, en part, en factors globals. En concret, hi ha dos factors que tenen un paper preponderant en l'augment de la polarització del mercat laboral: la globalització i les noves tecnologies. El primer dels factors redueix el pes de les ocupacions més fàcilment deslocalitzables.³ Com s'ha comentat, aquestes ocupacions solen ser les de qualificació mitjana. Així mateix, l'impacte de les noves tecnologies és més elevat en les ocupacions en què es realitzen tasques rutinàries, ja que poden ser substituïdes per robots o per algorismes informàtics, i aquestes tasques també són més habituals en les ocupacions de qualificació mitjana.⁴

La temptació de concloure que el remei per lluitar contra la polarització laboral és dur a terme una política comercial proteccionista i penalitzar el desenvolupament tecnològic,

taxant, per exemple, els robots, pot ser elevada. Però són polítiques que, amb la finalitat de protegir un grup determinat de la població, acabarien llstant el benestar del conjunt dels ciutadans. Atès que tant l'obertura comercial com el progrés tecnològic són beneficiosos per al conjunt de la societat, cal dur a terme polítiques que facilitin una distribució equitativa dels beneficis que comporten, amb polítiques educatives, del mercat de treball o socials.⁵

Polarització del mercat laboral a la zona de l'euro (1995-2015)

Canvi en la proporció de l'ocupació total (p. p.)

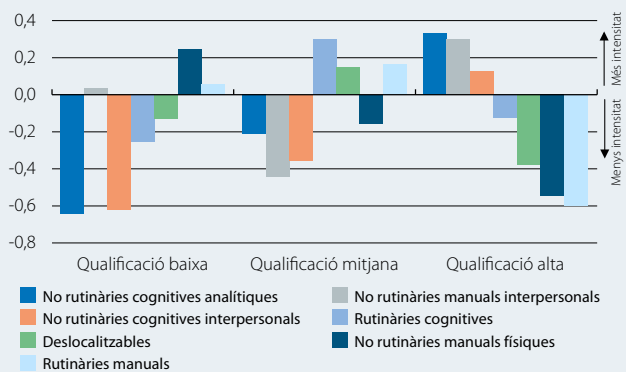


Nota: Qualificació alta correspon a les ocupacions de directors i gerents, professionals científics i intel·lectuals, tècnics i professionals de nivell mitjà (categories 1, 2 i 3 de la classificació ISCO-88). Qualificació mitjana correspon a personal de suport administratiu, oficials, operaris i artesans i operadors d'instal·lacions i màquines (categories 4, 7 i 8). Qualificació baixa correspon a les ocupacions de treballadors de serveis i comerços i a altres ocupacions elementals (categories 5 i 9).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (2017, «OECD Employment Outlook», capítol 3).

Intensitat * de les tasques en funció del nivell de qualificació de l'ocupació a la zona de l'euro (2016)

Índex (intensitat mitjana de tasques = 0)



Nota: * La intensitat de les tasques és una variable estandaritzada per al conjunt de la força laboral, amb mitjana 0 i desviació estàndard 1. Els valors per damunt (per sota) de zero mostren una intensitat superior (o inferior) a la mitjana. Les ocupacions segons la classificació ISCO-08 incloses són: qualificació alta (categories 1, 2 i 3), qualificació mitjana (categories 4, 7 i 8) i qualificació baixa (categories 5 i 9).

Font: CaixaBank Research, elaboració pròpia a partir de dades d'EU-LFS i d'Acemoglu i Autor (2011).

1. La qualificació fa referència a les competències professionals necessàries per dur a terme una ocupació que s'adquireixen mitjançant la formació i l'experiència laboral. Exemples d'ocupacions de qualificació elevada són els metges o els directors executius; de qualificació mitjana, personal d'oficina o d'atenció al client, i de qualificació baixa, netejadors o peons.
2. Acemoglu, D. i Autor, D. (2011), «Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings», Handbook of Labour Economics.

3. Blinder, A. (2007), «How Many US Jobs Might be Offshorable?», Princeton University Center for Economic Policy Studies, Working Paper, núm. 142.
4. Goos, M., Manning, A. i Salomons, A. (2014), «Explaining Job Polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring», American Economic Review, vol. 104, núm. 8.
5. Vegeu els Dossiers «Educació: més imprescindible que mai», en l'IM05/2017, o «Les noves tecnologies i el mercat de treball», en l'IM02/2016.

FOCUS · La correcció del compte corrent de Portugal: temporal o estructural?

En els últims anys, Portugal ha reduït de forma considerable el desequilibri exterior. En concret, el saldo corrent ha passat de registrar un dèficit del 10% del PIB el 2010 a un superàvit del 0,8% del PIB el 2016. La magnitud d'aquesta correcció és similar a la d'altres països de la zona de l'euro, com Espanya o Grècia, i és vista com una de les grans fites de l'economia lusitana en els últims anys. En termes de composició, aquesta millora s'ha produït gràcies a la forta correcció del dèficit de la balança de béns (de 5,8 p. p.), a un augment considerable del superàvit de la balança de serveis (de 3,5 p. p.) i a una reducció del dèficit de la balança de rendes (d'1,7 p. p.). Tot seguit, valorem amb una mica més de detall l'evolució de cada component.

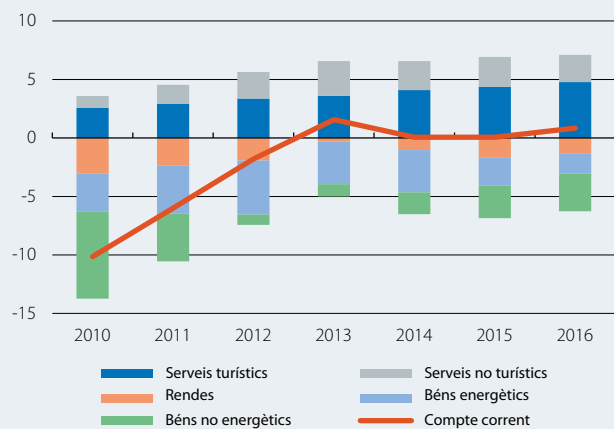
En primer lloc, la reducció del dèficit de la balança comercial de béns, del 10,7% del PIB el 2010 al 4,9% el 2016, s'ha produït, principalment, per la millora del saldo de béns no energètics entre els anys 2010 i 2012 i, a partir del 2013, pel menor dèficit en el saldo de béns energètics. En concret, entre el 2010 i el 2012, el dèficit de béns no energètics es va reduir del 7% del PIB a l'1%, gràcies al creixement robust de les exportacions, que va assolir l'11% anual de mitjana,¹ i a la feblesa de les importacions, arran de la caiguda de la demanda interna. Des del 2013, però, el saldo de la balança de béns no energètics ha empitjorat lleugerament amb la recuperació de les importacions, malgrat que les exportacions han mantingut un ritme de creixement molt notable, del 4% anual de mitjana. Per la seva banda, la caiguda del preu del petroli ha contribuït molt positivament a la millora del saldo comercial en els dos últims anys. De fet, el saldo negatiu de béns energètics s'ha reduït a gairebé la meitat,² una evolució molt similar a la d'altres països molt dependents de les importacions d'hidrocarburs, com Espanya. De cara al futur, però, atesa la previsió d'augment suau del preu del petroli, cal esperar que el dèficit energètic augmenti lleugerament.

En segon lloc, l'augment del superàvit de la balança de serveis, del 3,6% del PIB el 2010 al 7,1% el 2016, s'ha basat, sobretot, en el bon funcionament del sector turístic. En els sis últims anys, els ingressos per serveis turístics han augmentat gairebé el 70%, i el saldo de serveis turístics ha passat del 2,6% del PIB el 2010 al 4,8% del PIB el 2016. Per la seva banda, el saldo de serveis no turístics també ha anat guanyant protagonisme. Concretament, l'elevat dinamisme de les exportacions de serveis no turístics, que, des del 2010, s'ha vist reflectit en un augment del seu pes en relació amb el PIB de 2,0 p. p.

Finalment, la correcció del saldo de rendes, del -3% del PIB el 2010 al -1,4% el 2016, ha estat deguda, en gran part, a la reducció del dèficit de les rendes primàries, gràcies a les condicions favorables de l'ajuda financera rebuda i a la política monetària acomodaticia duta a terme pel BCE.

En definitiva, la millora del compte corrent dels últims anys s'ha basat, parcialment, en factors temporals, com el baix preu del petroli, la política monetària del BCE i la caiguda de les importacions generada per la recessió. No obstant això, el bon comportament de les exportacions, el pes de les quals en relació amb el PIB ha augmentat del 30% del 2010 al 40% el 2016, descansa en la millora de la competitivitat de l'economia portuguesa. D'una banda, els costos laborals unitaris s'han reduït gairebé l'1% anual de mitjana entre el 2010 i el 2016. De l'altra, com apunten alguns estudis,³ existeix un suport creixent d'elements no relacionats amb el preu, com el major èmfasi en la innovació i la diferenciació de producte.

Composició del saldo per compte corrent (% del PIB)



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

1. En termes nominals.

2. Del 3,6% del PIB el 2014 a l'1,7% el 2016.

3. Banc de Portugal (2016), «Economic Bulletin. October 2016».

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17
Vendes al detall (<i>variació interanual</i>)	3,2	2,2	2,0	1,4	2,6	2,0	2,5	...	...
Producció industrial (<i>variació interanual</i>)	2,1	1,5	1,1	1,1	2,3	1,4	1,4	...	...
Confiança del consumidor	-6,3	-7,8	-7,9	-8,3	-6,5	-5,5	-3,6	-3,3	-1,3
Sentiment econòmic	104,2	104,8	104,2	104,2	106,9	108,0	109,7	109,2	111,1
PMI manufactures	52,2	52,5	52,0	52,1	54,0	55,6	56,7	57,0	57,3
PMI serveis	54,0	53,1	53,1	52,6	53,4	55,1	56,4	56,3	54,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) (<i>variació interanual</i>)	1,0	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5	-	...	-
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	1T 2017	04/17	05/17
Saldo corrent: zona de l'euro	3,4	3,6	3,7	3,7	3,6	3,7	3,5	...
Alemanya	8,6	8,3	8,9	8,6	8,3	8,3	7,9	...
França	-0,4	-0,9	-0,8	-1,1	-0,9	-1,1	-1,1	...
Itàlia	1,4	2,6	2,2	2,5	2,6	2,5	2,5	...
Espanya	1,4	1,9	1,7	1,8	1,9	1,9	1,7	...
Tipus de canvi efectiu nominal¹ (valor)	92,3	94,7	94,8	95,1	94,8	94,2	94,1	96,0

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	1T 2017	04/17	05/17	
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres ¹	-0,3	1,8	1,7	2,0	2,1	2,1	2,4	2,4	
Crèdit a les llars ^{1,2}	0,7	1,7	1,7	1,8	1,9	2,3	2,4	2,6	
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres ³ (%)	1,6	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	...	
Tipus d'interès dels préstecs a les llars per a l'adquisició d'habitatge ⁴ (%)	2,1	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	9,5	10,2	10,3	
Altres dipòsits a curt termini	-3,8	-1,8	-1,8	-1,2	-2,0	-2,2	-2,8	-2,9	
Instrumentos negociables	2,5	2,8	2,3	5,4	4,5	6,5	1,7	3,1	
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	...	

Notes: 1. Dades ajustades de vendes i titulacions. 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 navega en un entorn extern més favorable

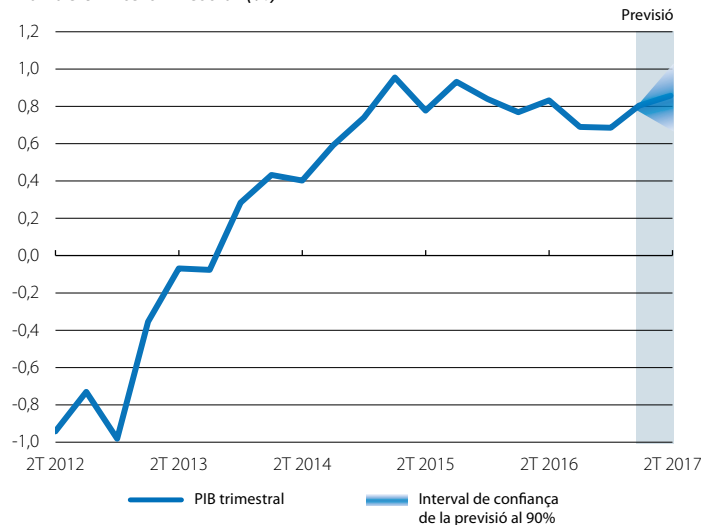
El creixement sorprèn a l'alça en el primer semestre. La informació disponible corresponent als mesos d'abril a juny, encara molt incompleta, mostra que el creixement econòmic es manté elevat en el 2T. En concret, l'indicador avançat del PIB de CaixaBank Research prediu un avanç del 0,8% intertrimestral, una xifra molt similar a la del 1T. El bon ritme de creixement d'enguany s'explica, sobretot, per la millora de l'entorn exterior. D'una banda, l'elevada incertesa política que planava sobre els principals països de la zona de l'euro s'ha anat esvain de forma favorable, en especial després de les eleccions franceses, en què el partit del president Macron, La República en Marxa, va obtenir la majoria absoluta a l'Assemblea Nacional francesa. Així mateix, el resultat de les eleccions britàniques ha augmentat la probabilitat d'un *brexit* «suau» que garanteixi una transició ordenada i en què el Regne Unit mantingui un accés raonable al mercat únic europeu. De l'altra, l'evolució del preu del petroli sorprèn a la baixa. En particular, després de l'acord assolit pels països de l'OPEP per allargar la retallada de la producció de cru fins al març del 2018, s'esperava que el petroli iniciés una tendència alcista. Però, ara com ara, això no ha estat així. De fet, el preu del barril de Brent en euros ha reculat el 8,7% al juny. D'aquest nou escenari, en què s'espera que l'augment del preu del petroli sigui més moderat del previst amb anterioritat, l'economia espanyola, molt dependent de les importacions de cru, en surt especialment beneficiada.

Les perspectives de creixement es revisen de nou a l'alça. Les bones dades d'activitat del primer semestre i l'entorn internacional més favorable han propiciat una nova onada de revisions a l'alça en els pronòstics de creixement de l'economia espanyola per a enguany. En particular, la mitjana de les previsions dels diferents analistes i institucions, com l'OCDE, l'FMI i el Banc d'Espanya, ha augmentat fins al 3,0% per al 2017, 4 dècimes més que tres mesos abans. CaixaBank Research manté la previsió en el 3,1%, perquè ja la va revisar en 3 dècimes a l'alça el mes passat. D'aquesta manera, aquest serà el tercer any consecutiu en què el creixement del PIB superarà el 3%. Es tracta, per tant, d'un context en què seria desitjable continuar impulsant una agenda de reformes estructurals ambiciosa que reforci la capacitat de resistència de l'economia espanyola a les tempestes que puguin venir en el futur.

El consum privat, que es va desaccelerar en el 1T, s'ha tornat a enfortir. Els indicadors vinculats al consum privat han recuperat el dinamisme després de l'atonía amb què van començar l'any. En concret, les vendes del comerç al detall van avançar l'1,6% interanual a l'abril, netament per damunt del 0,8% de la mitjana del 1T, i la confiança del consumidor va assolir un nivell de 2,2 punts al maig, un registre superior al del 1T (-2,2 punts). Al seu torn, el consum privat, amb el suport d'una millora con-

PIB

Variació intertrimestral (%)

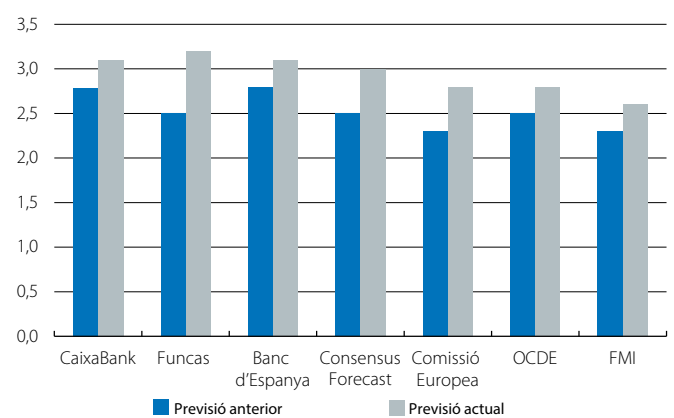


Nota: Interval de confiança al 90%.

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

Previsions de creixement del PIB el 2017

Variació anual (%)

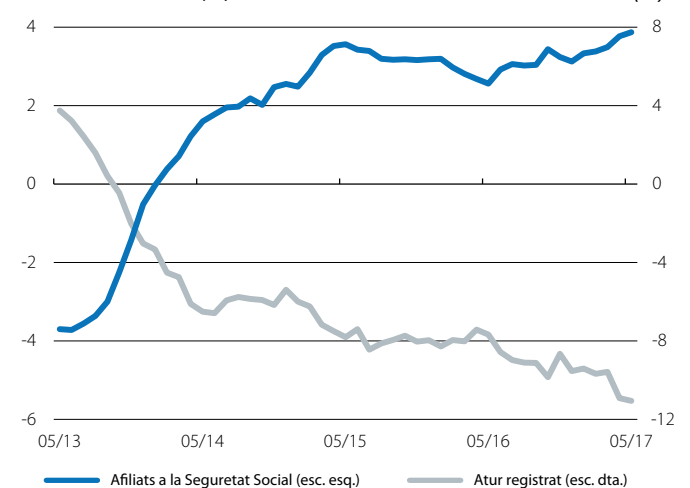


Nota: Previsió actual correspon al juny del 2017, llevat de la Comissió Europea (maig) i de l'FMI (abril). Previsió anterior correspon al mes de març, llevat del Banc d'Espanya (abril), de la Comissió Europea (febrer) i de l'FMI (gener).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya, de la Comissió Europea, de Consensus Economics, de Funcas, de l'OCDE i de l'FMI.

Afiliats a la Seguretat Social i atur registrat

Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, Ministeri d'Ocupació i Seguretat Social.

tinuada de les condicions de finançament i de la renda bruta disponible de les llars, va avançar el 2,2% interanual en el 1T. D'aquesta manera, la taxa d'estalvi es va situar en el 7,0% de la renda bruta disponible en el 1T, una cota una mica inferior a la mitjana històrica del 9,6%.

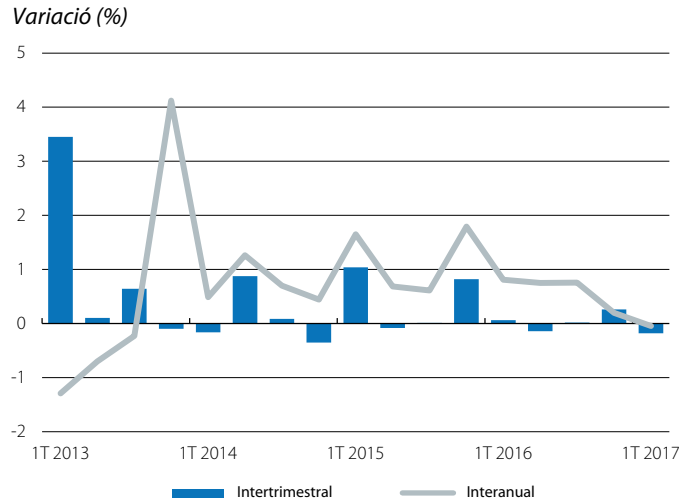
La creació d'ocupació és molt dinàmica. El nombre d'afiliats a la Seguretat Social va accelerar el ritme de creixement fins a un elevat 3,9% interanual al maig. Per bé que el maig tendeix a ser un mes d'elevada creació d'ocupació, ja que coincideix amb l'inici de la temporada turística, la sèrie desestacionalitzada, que corregeix per aquest factor estacional, també mostra una evolució molt positiva, amb 60.608 persones més, un augment superior al del mateix mes dels tres anys anteriors. Per la seva banda, l'atur registrat va baixar en 111.908 persones (dada sense desestacionalitzar), i el ritme de descens de l'atur registrat es va mantenir elevat (-11,1% interanual).

La contenció salarial es manté. L'índex del cost laboral harmonitzat, que mesura el cost laboral per hora treballada mantenint constant l'estructura per branques d'activitat, es va mantenir pla en el 1T en relació amb el 4T (-0,1% en termes interanuals). Així mateix, l'increment dels salaris pactats en conveni al maig va ser, de mitjana, de l'1,3%. Aquestes dades mostren la continuïtat de la moderació salarial en un context en què encara no s'ha assolit un acord sobre la negociació col·lectiva entre patronal i sindicats per a enguany.

La inflació es modera per l'evolució del preu del petroli. L'IPC general va pujar l'1,5% interanual al juny (l'1,9% al maig) i es modera de forma notable en relació amb els registres del 3,0% del començament de l'any. Això s'explica, en gran part, per la desacceleració del preu dels carburants en termes interanuals. De cara als propers mesos, un preu del petroli feble farà que la inflació general es continuï reduint per tancar l'any una mica per sota de l'1%. Per la seva banda, la inflació subjacent (índex general sense aliments no elaborats ni productes energètics) va ser de l'1,0% al maig, 2 dècimes per sota del registre de l'abril, i s'espera que es mantingui en aquestes cotes en la segona meitat de l'any. L'absència de pressions inflacionistes significatives malgrat el dinamisme de l'activitat econòmica s'explica per un nivell, encara elevat, de recursos productius infrautilitzats.

L'augment més moderat del preu del petroli també donarà suport al compte corrent. A l'abril, el saldo per compte corrent va ser de 19.123 milions d'euros en l'acumulat de 12 mesos (l'1,7% del PIB), superior als 17.661 milions de l'abril del 2016, gràcies a la millora del superàvit de serveis. Pel que fa al comerç internacional, les dades de duanes mostren un cert deteriorament del saldo de béns en l'acumulat del gener a l'abril (-8.398 milions d'euros) en relació amb el mateix període del 2016 (-5.581 milions), situació deguda, íntegrament, a la pitjor evolució del saldo energètic. De cara a la resta de l'any, preveiem el manteniment del superàvit per compte corrent. D'una banda, el menor creixement previst del preu del petroli en termes interanuals contindrà l'augment de la factura energètica. De l'altra,

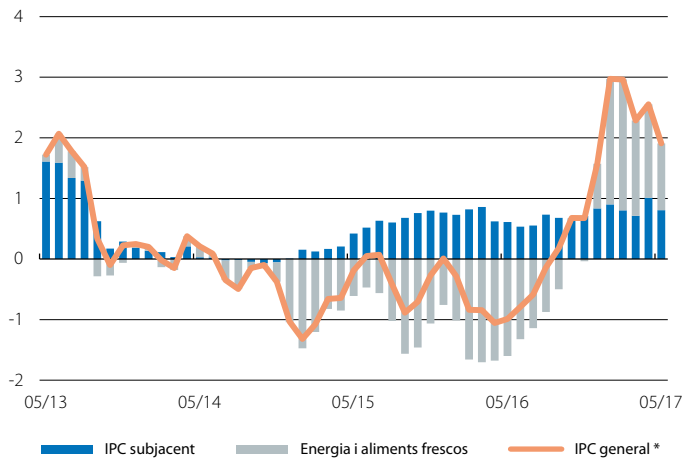
Cost laboral per hora *



Nota: * Dades corregides d'efectes estacionals i de calendari.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (ICLA).

IPC

Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Destinació de les exportacions espanyoles

(% del total)

	2006	2016	1T 2017
Europa	70,1	65,4	66,0
Rússia	0,9	0,6	0,7
Nord Àfrica	2,8	4,9	4,4
Nord Amèrica	6,6	6,6	6,4
Latam	2,1	2,8	2,8
Àsia Oriental	3,3	5,3	5,6

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Datacomex.

les exportacions de béns no energètics mantindran la seva positiva evolució (creixement del 4,3% interanual a l'abril, acumulat de 12 mesos). Aquest bon funcionament s'explica pel major creixement dels mercats de destinació, en especial la zona de l'euro, destinació del 66% de les exportacions espanyoles. Així mateix, l'arribada de turistes internacionals continua millorant els registres rècord del 2016, amb un creixement de l'11,7% interanual al maig.

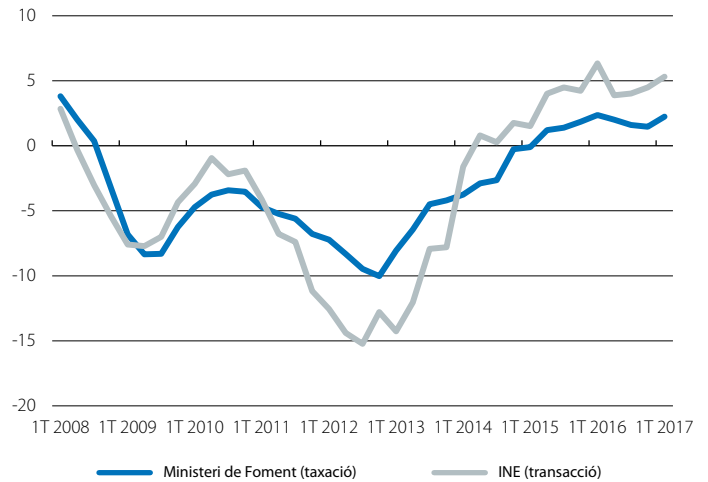
El preu de l'habitatge guanya tracció. El sector immobiliari, un dels sectors d'activitat que més va recular durant la crisi, es recupera a bon ritme. En el primer trimestre de l'any, la inversió en habitatge residencial va guanyar tracció i la compravenda d'habitatges va mostrar un dinamisme elevat, gràcies a la incidència de factors positius com la creació d'ocupació, el seu impacte favorable sobre la renda de les famílies i la millora de l'accés al crèdit. En aquest context, el preu de l'habitatge basat en les compravendes va créixer el 5,3% en termes interanuals en el 1T 2017 (el 2,3% intertrimestral). Per la seva banda, el preu del sòl va avançar el 6,2% interanual en el 1T 2017. L'evolució positiva del preu del sòl, que acostuma a anticipar l'evolució futura del preu de l'habitatge, mostra que la tendència alcista es mantindrà en els propers trimestres.

El ferm creixement econòmic contribueix a millorar les finances públiques. El dèficit consolidat de les Administracions públiques va ser del 0,4% del PIB en el 1T. És a dir, en relació amb el 1T 2016, el dèficit es va reduir 4 dècimes del total de les 12 necessàries per assolir l'objectiu del 3,1% del PIB el 2017. D'altra banda, el deute del conjunt de les Administracions públiques va assolir el 100,4% del PIB en el 1T 2017. Per sectors, el deute de l'Administració central va pujar fins al 87,8% del PIB (el 87,0% en el 4T 2016); el de les comunitats autònomes es va mantenir gairebé estable en el 24,8% del PIB, i el de les corporacions locals es va reduir lleugerament fins al 2,8% del PIB. L'elevat nivell de deute evidencia la importància de mantenir els esforços de consolidació fiscal.

El crèdit bancari es continua recuperant i la morositat continua reculant. El desglossament del crèdit del 1T 2017 mostra que el crèdit al consum continua creixent a bon ritme, mentre que el crèdit a la resta de segments encara decreix, tot i que cada vegada ho fa a un ritme menor. Per la seva banda, la taxa de morositat va continuar reculant a tots els segments (llevat del crèdit al consum), tot i que cal assenyalar que la morositat a la construcció i en el crèdit al promotor encara es manté en cotes molt altes. A mitjà termini, la reducció de la morositat continuarà tenint el suport de la millora de l'activitat econòmica, del mercat laboral i de les vendes de carteres d'actius dubtosos.

Preu de l'habitatge lliure

Variació interanual (%)

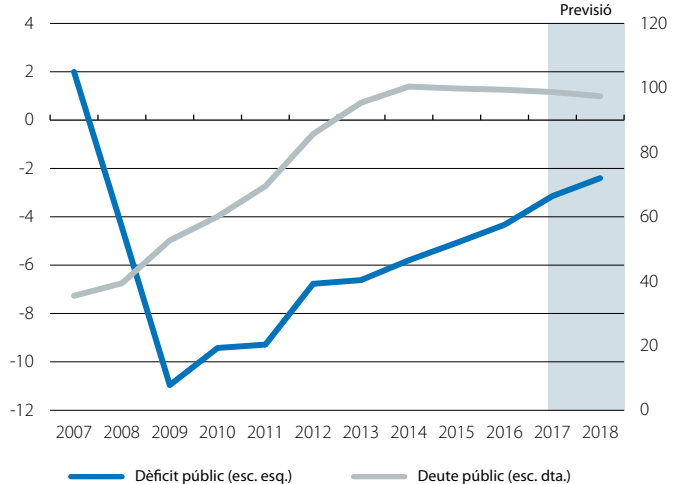


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE i del Ministeri de Foment.

Dèficit i deute públic

(% del PIB)

(% del PIB)



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

Crèdit i morositat en el 1T 2017

	Saldo (milers de milions d'euros)	Variació interanual (%)	Taxa de morositat (%)
Llars (habitatge)	531	-2,8	4,8
Llars (consum)	117	4,7	9,0
Activitats productives	598	-2,9	12,4
Construcció	39	-9,0	27,2
Promotor	119	-7,8	24,1
Serveis	313	-1,0	7,7
Indústria	109	-1,5	8,7
Agricultura	19	3,1	8,9
Total *	1.246	-2,2	8,8

Nota: * El saldo total no inclou el crèdit a les institucions financeres sense ànim de lucre al servei de les llars ni el crèdit no classificat.

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

FOCUS · La resolució del Banc Popular

El Banc Popular va ser intervingut la nit del 6 de juny del 2017, després de patir les setmanes prèvies una forta crisi de liquiditat que va dur les autoritats a determinar-ne la inviabilitat i declarar-ne la resolució. Més enllà del ràpid desenllaç final per motius de liquiditat, en els últims mesos, la situació financera del banc s'havia deteriorat de forma progressiva. L'entitat va anunciar pèrdues significatives el 2016, després de realitzar elevades provisions, la qual cosa va reduir-ne la posició de solvència malgrat que, cap a la meitat d'enguany, havia realitzat una ampliació de capital. La incertesa dels inversors sobre el valor real dels seus actius dubtosos i sobre la seva solvència va castigar de manera progressiva la cotització del banc.

El procés de resolució del Popular adquireix especial rellevància perquè és la primera vegada que s'aplica la normativa europea de resolució creada el 2014 (BRRD, per les sigles en anglès) a un banc gran. Aquest nou marc, a diferència d'un procediment d'insolvència ordinari, busca resoldre un banc de forma àgil i amb el menor impacte possible per a l'economia i per als fons públics.

La BRRD estableix que un procés de resolució només es pot iniciar quan es compleixi al mateix temps que un banc sigui inviable o es preveu que pugui ser-ho en un futur proper, quan aquesta situació no es pugui evitar usant mesures alternatives privades o supervisores, i quan la liquidació de l'entitat no sigui desitjable des d'un punt de vista d'interès públic. El BCE, autoritat encarregada de supervisar el Popular, va determinar que l'entitat era inviable el 6 de juny, perquè no tenia ni era capaç d'obtenir la liquiditat necessària per afrontar el pagament de les obligacions exigibles. Al seu torn, l'autoritat de resolució europea amb competència directa sobre el Popular, la Junta Única de Resolució (JUR), va determinar, en cooperació amb el BCE, que no hi havia alternatives privades (com una ampliació de capital) que poguessin evitar la inviabilitat del banc en els terminis necessaris. La JUR també va determinar que la resolució del Popular, i no la liquidació, era la millor opció per a l'estabilitat financera (per evitar el risc de contagi a altres entitats i per preservar la continuïtat de la prestació dels serveis a les famílies i a les empreses, etc.).

Abans d'iniciar el procés de resolució del Popular, la JUR va rebre la valoració d'un expert independent, el qual va informar que es complien les condicions esmentades anteriorment per a la seva resolució. Aquest informe també va determinar un valor econòmic negatiu entre -2.000 milions d'euros (escenari central) i -8.000 milions d'euros (estressat). A partir d'aquí, el procés de resolució del Popular va consistir, primer, que els accionistes i els tenidors del deute júnior suportessin les pèrdues i, segon, en la venda de l'entitat mitjançant un procediment competitiu. La resolució proposada per la JUR va ser aprovada formalment per la Comissió Europea.

El FROB, en la seva facultat d'autoritat de resolució executiva a Espanya, es va encarregar d'implementar-la i va iniciar el procediment competitiu de venda, pel qual es va decidir vendre l'entitat per un euro al Banc Santander, a qui es va exigir que garantís, des del primer moment, totes les obligacions de solvència i de liquiditat del Popular. Per aquest motiu, el Santander va anunciar que realitzarà elevades provisions (uns 8.000 milions d'euros) per sanejar els actius del Popular i que durà a terme una ampliació de capital de 7.000 milions d'euros, que li permetrà mantenir, una cop integrat el Popular, uns nivells de solvència similars als actuals (vegeu la taula adjunta).

El procés dut a terme sobre el Popular ofereix algunes ensenyances sobre el nou marc de resolució per a la banca europea. D'una banda, cal destacar que s'ha realitzat de forma ràpida i àgil i que no ha generat un impacte negatiu sobre l'estabilitat financera ni sobre els recursos públics, la qual cosa demostra, en part, l'efectivitat del nou mecanisme de resolució. De l'altra, un interrogant d'aquest procés és la incertesa existent sobre els criteris amb què es va realitzar la valoració (provisional) de l'expert (més enllà que la llei indica que aquesta valoració ha de ser «raonable, prudent i realista»). En aquest sentit, per garantir que es compleix un dels principis generals que regeixen qualsevol procés de resolució, que els creditors no pateixin més pèrdues que les que haurien patit en cas de liquidació, encara està pendent una valoració *ex post* per avaluar si els accionistes i els creditors haurien rebut un tracte millor sota liquidació (en aquest cas, el Fons Únic de Resolució els hauria de compensar).

Una altra lliçó de cara a futurs casos fa referència al procés de venda del banc, molt condicionat per l'escàs temps disponible, propiciat per la urgència de la situació, la qual cosa és un handicap per maximitzar el preu de venda. També caldria preguntar-se sobre la capacitat real del supervisor d'adoptar a temps mesures d'actuació per corregir situacions de deteriorament financer ràpid en una entitat (la presidenta del BCE en matèria de supervisió va declarar que no es van utilitzar en el cas del Popular). Finalment, ateses les tensions agudes de liquiditat, caldria explorar fins a quin punt la concessió de garanties estatals a les operacions de liquiditat concedides pel BCE hauria ajudat a alleujar aquestes tensions.

Disponibilitat i ús de recursos

Recursos disponibles	Ús dels recursos
Fons interns ~8.100 milions d'euros (capital i deute júnior)	Provisions 7.900 milions d'euros
Fons externs 7.000 milions d'euros (ampliació de capital)	Recapitalització ~7.200 milions d'euros

FOCUS · El saldo primari: peça clau per a l'estabilitat del deute públic

El deute públic a Espanya se situa al voltant del 100% del PIB des del 2014, 10 p. p. per damunt de la mitjana dels països de la zona de l'euro. Aquest alt nivell de deute és un factor de vulnerabilitat per a l'economia espanyola, ja que implica que les necessitats de finançament del sector públic es mantinguin elevades, i podria limitar el marge d'actuació de la política fiscal en un eventual escenari de desacceleració econòmica. Malgrat tot, això no ha estat sempre així: entre el 2005 i el 2008, el deute públic es va situar al voltant del 40% del PIB, uns 30 p. p. per sota de la mitjana de la zona de l'euro.

Una gran part d'aquest increment és deguda al manteniment d'un elevat dèficit primari durant els últims anys. Arran de la crisi, la despesa pública va augmentar al mateix temps que es desplomaven els ingressos públics. En conseqüència, es van registrar uns dèficits primaris de l'ordre del 7% del PIB entre el 2009 i el 2012 (sense tenir en compte les pèrdues per les ajudes a la banca), 4 p. p. per damunt de la mitjana dels països de la zona de l'euro. De llavors ençà, el dèficit primari ha disminuït de forma molt notable, fins a assolir l'1,5% del PIB el 2016.

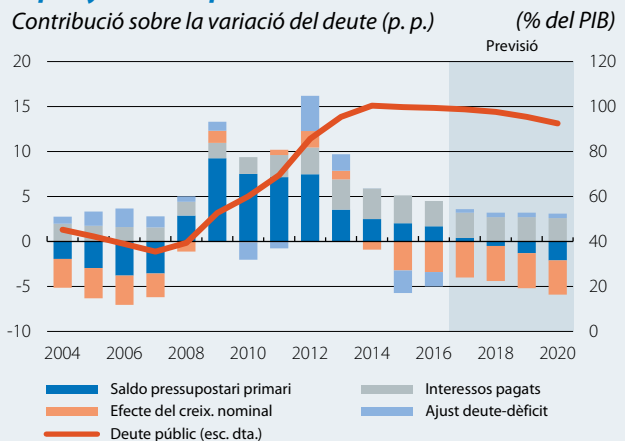
Des del 2014, el nivell de deute s'ha estabilitzat al voltant del 100% del PIB, gràcies a l'esforç de reducció del dèficit públic i a la recuperació econòmica. Així mateix, l'entorn de baixos tipus d'interès ha permès rebaixar el pagament per interessos del deute en percentatge del PIB.

El repte per als propers anys és que el deute públic iniciï una trajectòria descendent. Així, entre el 2017 i el 2020, el Govern preveu que el deute públic disminuirà, de mitjana, 1,7 p. p. per any, fins a situar-se en el 92,6% del PIB.¹ Segons les seves previsions, el procés de reducció del deute continuarà comptant amb tres grans aliats: la bona evolució del PIB, que registrarà taxes de creixement nominal de l'ordre del 4% anual; la correcció del saldo públic primari, que està previst que assoleixi un superàvit del 2,1% del PIB el 2020, i el manteniment d'una política monetària acomodaticia per part del BCE, que ajudarà a mantenir el pagament per interessos del deute en cotes moderades, en el 2,7% del PIB.²

A més llarg termini, i partint del nivell de deute del 92,6% del PIB el 2020 previst pel Govern, si es mantingués un superàvit primari del 2%, trigariem encara dues dècades a situar el deute públic per sota del 60% del PIB.³ A més a

més, mantenir un saldo primari superavitari d'aquesta magnitud no és senzill. De fet, una mirada als països del nostre entorn mostra que un saldo primari superior al 2% no ha estat gaire habitual: entre el 1980 i el 2016, els països de la zona de l'euro van tenir un superàvit primari superior al 2% en el 18% dels casos, i només Bèlgica i Finlàndia van aconseguir mantenir-lo durant 10 anys consecutius. La important reducció del dèficit públic és el primer pas per estabilitzar les finances públiques, però retornar el deute públic als nivells previs a la crisi requerirà esforç i perseverança.

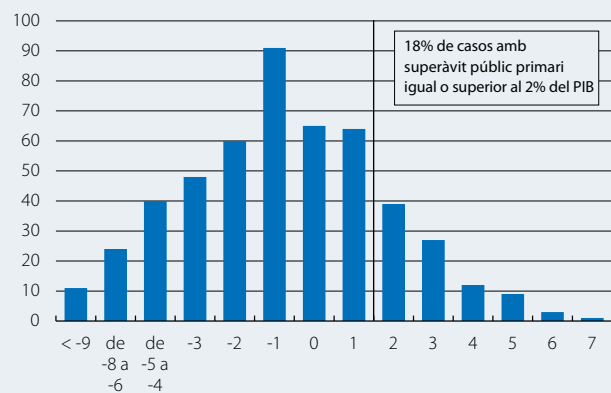
Espanya: deute públic



Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Ministeri d'Hisenda i de l'Actualització del Programa d'Estabilitat 2017-2020.

Freqüència de saldos públics primaris a la zona de l'euro (1980-2016)

(Nombre de casos)



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

3. S'aconseguiria el 2036 si el creixement nominal del PIB fos igual al tipus d'interès nominal mitjà del deute.

1. Previsions recollides en l'Actualització del Programa d'Estabilitat 2017-2020.

2. S'espera que els tipus d'interès es recuperin de forma molt gradual en els propers anys. A més a més, la despesa per interessos es mantindrà en cotes similars a les actuals per l'elevada vida mitjana del deute (actualment, és de set anys), la qual cosa comporta que el seu cost mitjà tingui molta inèrcia.

FOCUS · Exportacions espanyoles a l'alça: és or tot el que lluu?

Les exportacions espanyoles han estat un motor de creixement essencial en la recuperació de l'economia espanyola. Així, si el 1T 2017 el PIB en termes nominals va assolir el nivell precrisi, les exportacions de béns es van situar el 36% per damunt. No obstant això, no tot el que exportem està produït íntegrament a Espanya. És a dir, és or tot el que lluu?

La integració en les cadenes globals de valor implica que una part important dels béns exportats no es produeixen domèsticament, sinó que incorporen productes que van ser importats prèviament. A tall d'exemple, suposem que és necessari completar tres processos per obtenir el producte final: obtenció de recursos primaris, processat d'aquests recursos i fabricació. Suposem que cada fase productiva es realitza a tres països diferents (A, B i C) i que, finalment, un quart país (D) importa el producte final. El país A obté les primeres matèries i les ven a B per 10 euros. B les processa i les ven a C per 30 euros. Finalment, C fabrica el producte final i el ven a D per 80 euros. En el cas del país C, les exportacions brutes sumen 80 euros, però el valor afegit que ha aportat C domèsticament és, només, de 50 euros (80 de la venda menys 30 del valor de les importacions de B). Atès aquest procés, la variable rellevant és el pes del valor afegit domèstic de les exportacions. En aquest exemple, el percentatge per al país C seria del 62,5%.

Les dades més recents de l'OCDE, corresponents al 2011, mostren que el valor afegit domèstic de les exportacions espanyoles era el 74,9% del total. Aquest percentatge és molt similar a l'anterior a la crisi (el 75,3% el 2005), la qual cosa demostra que el fort dinamisme de les exportacions dels últims anys ha anat acompanyat d'un creixement similar del seu valor afegit domèstic. En concret, les exportacions de béns en dòlars corrents van créixer, de mitjana, el 7,7% anual entre el 2005 i el 2011, un ritme molt similar al del valor afegit domèstic, del 7,6% anual de mitjana.

Fins a quin punt són favorables aquestes xifres en un context internacional? En relació amb les grans economies de la zona de l'euro, el pes del valor afegit domèstic a Espanya és superior al de Portugal (el 69,4%), molt similar al d'Itàlia (el 74,8% el 2011) i queda una mica per sota del de França i del d'Alemanya (el 76,5% i el 75,7%, respectivament). En tots aquests països, el creixement del valor afegit de les exportacions en dòlars corrents entre el 2005 i el 2011 va ser inferior al creixement de les exportacions totals, de manera que el pes del valor afegit domèstic va evolucionar a la baixa en aquest període, en especial a Itàlia i a Alemanya.

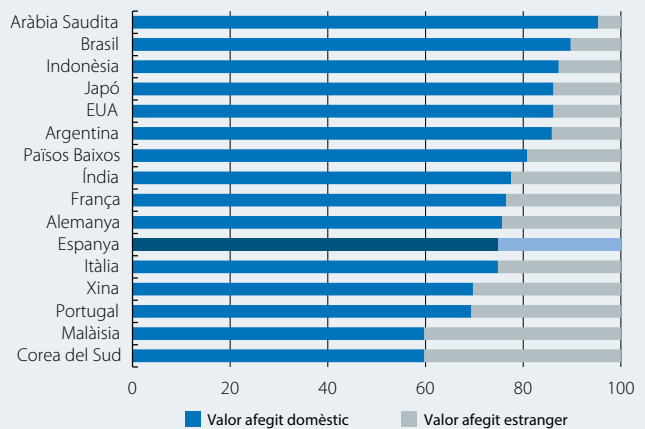
Des d'una perspectiva més global, el pes del valor afegit domèstic d'Espanya queda per sota de grans exportadors de primeres matèries com l'Àrab Saudita i el Brasil, on el seu pes és molt elevat (el 95,3% i el 89,7%, respectivament, el 2011). Els dos grans emergents, la Xina i l'Índia, presenten un creixement elevat del valor afegit entre el 2005 i el 2011 (proper al 18% anual de mitjana), malgrat que, a la

Xina, exportadora de manufactures i gran consumidora de primeres matèries, el pes del valor afegit domèstic en les exportacions (el 69,7%) queda per sota del de l'Índia (el 77,5%). Per la seva banda, els EUA i el Japó, economies grans i més tancades comercialment que Espanya,¹ tenen un percentatge de valor afegit superior (el 86,2% el 2011 en els dos casos), però amb una tendència decreixent.

En definitiva, el funcionament excepcional del sector exterior espanyol ha anat acompanyat d'un creixement similar del valor afegit domèstic de les exportacions. La comparativa internacional també mostra que Espanya destaca en positiu entre les grans economies europees pel que fa al creixement del valor afegit domèstic. En aquesta ocasió, l'or lluu amb esplendor.

Valor afegit domèstic de les exportacions el 2011

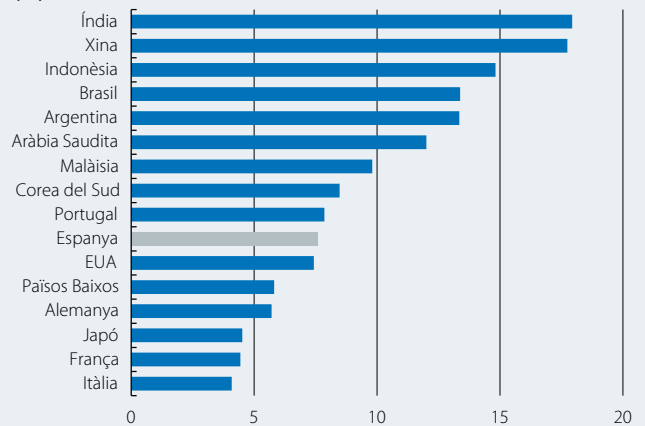
(% del valor exportat)



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

Creixement del valor afegit domèstic de les exportacions entre el 2005 i el 2011 *

(%)



Nota: * Creixement anual mitjà entre el 2005 i el 2011 en dòlars corrents.

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

1. El grau d'obertura fa referència al pes de les exportacions i de les importacions en relació amb el PIB.

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	06/17
Indústria									
Consum d'electricitat	1,7	0,1	0,9	0,4	0,0	1,5	-1,0	0,0	...
Índex de producció industrial	3,3	1,9	1,4	1,9	1,9	1,9	0,6	...	...
Indicador de confiança a la indústria (valor)	-0,3	-2,3	-2,8	-3,8	-0,6	0,3	-1,3	-1,0	0,7
PMI de manufactures (valor)	53,6	53,2	52,5	51,4	54,4	54,8	54,5	55,4	54,7
Construcció									
Visats d'obra nova (acum. de 12 mesos)	20,0	43,7	48,1	44,8	36,9	24,5	19,9	...	...
Compravenda d'habitatges (acum. de 12 mesos)	10,9	13,0	14,2	13,4	13,7	14,9	11,8	...	...
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	10,0	10,0	10,4	...
PMI de serveis (valor)	57,3	55,0	55,5	54,9	54,9	56,4	57,8	57,3	...
Consum									
Vendes comerç al detall	3,0	3,6	3,9	3,8	3,0	0,5	1,7	3,0	...
Matriculacions d'automòbils	21,3	11,4	17,8	11,0	8,9	7,8	1,1	11,2	...
Indicador de confiança dels consumidors (valor)	0,3	-3,8	-3,2	-6,1	-3,2	-2,8	1,3	1,9	1,4

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	04/17	05/17
Afiliats a la Seguretat Social¹								
Sectors d'activitat								
Indústria	2,2	2,8	2,7	2,7	2,8	3,0	3,0	3,2
Construcció	4,7	2,6	2,1	2,7	3,3	5,3	5,9	6,3
Serveis	3,5	3,2	3,0	3,3	3,5	3,4	3,8	3,8
Situació professional		3,5						
Assalariats	3,5	3,5	3,1	3,5	3,8	4,0	4,4	4,5
No assalariats	1,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0
TOTAL	3,2	3,0	2,7	3,0	3,3	3,4	3,8	3,9
Població ocupada²	3,0	2,7	2,4	2,7	2,3	2,3	-	...
Contractes registrats³								
Indefinitos	12,3	14,2	17,4	17,9	13,3	15,4	3,8	14,8
Temporals	11,2	7,2	9,1	7,1	6,6	12,1	4,1	16,1
TOTAL	11,3	7,8	9,8	7,9	7,1	12,4	4,1	16,0
Atur registrat³								
Menors de 25 anys	-11,0	-12,6	-12,0	-14,4	-13,2	-13,3	-17,9	-17,5
Resta d'edats	-7,2	-8,2	-7,5	-8,6	-9,0	-9,2	-10,3	-10,5
TOTAL	-7,5	-8,6	-7,9	-9,1	-9,4	-9,6	-10,9	-11,1

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	06/17
General	-0,5	-0,2	-0,9	-0,2	1,0	2,7	2,6	1,9	1,5
Subjacent	0,6	0,8	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,0	...
Aliments sense elaboració	1,8	2,3	2,7	3,5	1,0	4,1	3,4	2,8	...
Productes energètics	-9,0	-8,4	-13,6	-8,6	1,6	15,3	12,0	8,3	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	03/17	04/17
Comerç de béns								
Exportacions (variació interanual)	4,3	1,7	4,3	-1,1	3,2	14,1	16,9	-2,0
Importacions (variació interanual)	3,7	-0,4	-0,3	-3,7	3,0	16,5	19,1	0,5
Saldo corrent	14,7	21,5	18,5	20,0	21,5	21,1	21,1	19,1
Béns i serveis	26,2	32,7	29,3	31,2	32,7	30,0	30,0	29,4
Rendes primàries i secundàries	-11,5	-11,2	-10,8	-11,2	-11,2	-8,9	-8,9	-10,3
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament	21,7	23,3	24,0	24,3	23,3	23,5	23,5	21,5

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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17
Capacitat (+) / Necessitat (-) de finançament¹	-5,1	-4,5	-3,0	-2,8	-4,5	-0,4	-
Administració central	-2,6	-2,7	-1,9	-2,6	-2,7	-0,5	-0,7
Comunitats autònomes	-1,7	-0,8	-0,6	-0,1	-0,8	-0,2	-0,3
Corporacions locals	0,5	0,6	0,1	0,5	0,6	0,1	-
Seguretat Social	-1,2	-1,6	-0,6	-0,6	-1,6	0,1	0,2
Deute públic (% PIB)	99,8	99,4	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	2T 2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	Saldo 04/17 ¹
Finançament als sectors no financers²								
Sector privat	-3,9	-2,6	-2,9	-2,0	-2,1	-1,1	-0,7	1.624,0
Empreses no financeres	-4,0	-2,7	-3,2	-2,1	-2,2	-0,8	0,0	915,7
Llars ³	-3,6	-2,3	-2,5	-2,0	-1,9	-1,6	-1,6	708,3
Administracions públiques ⁴	4,0	3,9	4,2	4,6	3,2	3,4	3,4	1.117,1
TOTAL	-1,0	-0,1	-0,2	0,5	0,0	0,6	0,9	2.741,1
Passius de les entitats de crèdit enfront d'empreses i famílies								
Total dipòsits	-1,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,6	...	...
A la vista	18,5	16,6	16,0	16,4	17,8	18,6	...	...
D'estalvi	12,9	12,4	12,1	11,5	12,5	14,8	...	...
A termini	-15,3	-17,2	-16,4	-17,4	-19,7	-24,0	...	...
En moneda estrangera	5,6	-1,1	1,6	-1,9	0,1	-2,5	...	...
Resta del passiu ⁵	-13,0	-15,7	-16,3	-11,3	-18,6	-16,7	...	...
TOTAL	-2,2	-1,6	-1,7	-1,2	-1,6	-1,8	...	...
Taxa de morositat (%)⁶	10,1	9,1	9,4	9,2	9,1	8,8	...	-
Taxa de cobertura (%)⁶	58,9	58,9	58,7	59,3	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.

A LA RECERCA DE LA FELICITAT

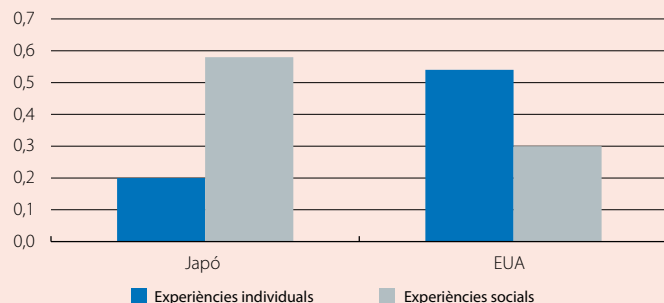
És vostè feliç? La felicitat i l'ésser humà

Tenint en compte que aquest *Informe Mensual* surt publicat en plena temporada d'estiu, és molt possible que vostè, amic lector, l'estigui llegint mentre gaudeix d'unes (molt merescudes, d'altra banda) vacances. Però entre bany i bany, quin millor moment de l'any que aquests dies llargs i relaxants per reflexionar sobre la felicitat i la seva importància, tant per als individus com per a la ciència econòmica? En aquest primer article del Dossier, analitzarem el concepte de felicitat amb un enfocament microeconòmic, és a dir, centrant-lo en l'individu. I és que, quan ens preguntem si som feliços, primer cal aclarir què entenem per felicitat i com mesurar-la. Aquestes qüestions, tot i que poden tenir un punt filosòfic, són claus, ja que la raó de ser de la ciència econòmica és millorar les condicions de vida dels individus.

Per començar, la literatura distingeix entre tres tipus de felicitat: la satisfacció vital, el benestar emocional i el benestar eudemònic. La satisfacció vital fa referència a l'avaluació de la vida en conjunt. L'indicador de referència per mesurar-la és l'escala de Cantril: es pregunta als individus on es col·locarien en una escala del 0 al 10, on el nivell 0 representa la pitjor vida possible i el nivell 10, la millor. El benestar emocional, per la seva banda, fa referència a les emocions i als estats anímics que senten les persones en el dia a dia, com plaer, tristesa, ràbia o estrès. Es mesura amb el mètode de reconstrucció diari, desenvolupat pel psicòleg israelià i nobel d'Economia Daniel Kahneman: es fa pensar les persones sobre les experiències viscudes el dia anterior i se'ls demana que les classifiquin en positives o negatives. Finalment, el benestar eudemònic¹ se centra en quin és el significat i l'objectiu de la vida i es pregunta si cada individu ha assolit la qualitat de vida que li correspondria d'acord amb el seu potencial. Recentment, els economistes han començat a parar més esment a aquest tipus de felicitat, tot i que és realment complicat mesurar-la. Aquestes distincions no són intrascendents, ja que Kahneman i un altre economista premiat, Angus Deaton, mostren que, als EUA, l'increment de la renda sempre augmenta la satisfacció vital, però, en canvi, quan les persones tenen una renda superior a 75.000 dòlars, rebre més diners té un impacte nul sobre el benestar emocional (per a una anàlisi exhaustiva de la relació entre renda i felicitat, vegeu l'article «Els diners no donen la felicitat, però ajuden a aconseguir-la?», en aquest mateix Dossier).

La felicitat i els factors culturals: EUA versus Japó

(Correlació entre les emocions positives i el tipus d'experiències) *



Nota: * La correlació entre les dues variables se situa entre -1 i 1 i mesura el seu grau de relació lineal; una correlació d' 1 correspon a una relació lineal positiva perfecta i una correlació de 0 correspon a una relació lineal nul·la. Al gràfic, les correlacions s'obtenen preguntant a una mostra de 913 estudiants nord-americans i japonesos sobre les experiències diàries viscudes durant el curs acadèmic i sobre si aquestes experiències s'associen a emocions positives o negatives.

Font: CaixaBank Research, a partir de Kitayama, S., Markus, H. R. i Kurokawa, M. (2000), «Culture, Emotion and Well-being: Good feelings in Japan and the United States», *Cognition & Emotion*.

Una limitació important dels diferents indicadors subjectius de felicitat és que la felicitat, en qualsevol de les seves tipologies, és un concepte relatiu molt influït per factors culturals. Així, segons els psicòlegs Uchida, Norasakkunkit i Kitayama, als països occidentals, la felicitat es defineix en termes de fites personals i la meta final és maximitzar el nombre d'experiències positives. En canvi, a Àsia, la felicitat emfatitza altres aspectes, com la connexió interpersonal amb la resta d'individus. En un influent article,² els psicòlegs Kitayama, Markus i Kurokawa mostren empíricament aquestes diferències comparant els EUA i el Japó: als EUA, les emocions positives (felicitat, eufòria, relax...) estan molt correlacionades amb fites individuals, mentre que, al Japó, les emocions positives estan molt correlacionades amb experiències de caràcter social, com les relacions amb els amics. Així i tot, més enllà de com els factors culturals afecten la concepció de la felicitat dels individus, hi ha una abundant literatura que documenta una correlació positiva entre la felicitat declarada en enquestes i els mesuraments més objectius de felicitat, com les vegades que una persona somriu, les expressions facials, els indicadors de salut, les estadístiques de suïcidis o certes mesures físiques d'activitat cerebral.³

Un cop explicats els diferents tipus de felicitat i les complicacions inherents al seu mesurament, és moment de reflexionar sobre què ens fa feliços. Deaton i Kahneman han dut a terme una suggeridora comparativa entre els factors associats a la satisfacció vital i al benestar emocional als EUA. En la seva anàlisi, aquests autors conclouen que la renda i l'educació estan més relacionades amb la satisfacció vital, però, en canvi, la salut física i la solitud van més lligades al benestar emocional. A més a més, existeix una proluxa literatura sobre els factors correlacionats amb la satisfacció vital, tot i que és molt difícil obtenir relacions de causa-efecte,

1. Eudemonia o plenitud de ser és una paraula grega clàssica que significa literalment «florida humana».

2. Vegeu Kitayama, S., Markus, H. R. i Kurokawa, M. (2010), «Culture, Emotion and Well-being: Good Feelings in Japan and the United States», *Cognition and Emotion*.

3. Per a més detalls, vegeu Ferrer-i-Carbonell, A. (2001), «Economia de la felicitat», Els Opuscles del CREI.

ja que és possible que sigui la felicitat la que tingui un impacte positiu sobre altres variables, i no a l'inrevés. Sigui com sigui, s'han obtingut alguns resultats força interessants. Per exemple, estar aturat és un dels factors que té una relació negativa més intensa amb la satisfacció vital, i l'efecte no s'esvaeix amb el temps, a diferència, per exemple, de les malalties cròniques.⁴ També hi ha estudis⁵ que, fins i tot, mostren que un nivell educatiu alt està negativament relacionat amb la satisfacció vital, possiblement perquè els efectes negatius resultants de la dificultat d'aconseguir les majors expectatives dels individus amb més educació superen els efectes positius de les oportunitats que ofereix aquesta educació.

Per entendre millor què és la felicitat, convé destacar que es tracta d'un concepte dinàmic, que depèn críticament del cicle vital. I és que, segons un seguit d'estudis realitzats per economistes de la talla de Blanchflower, Deaton o Oswald, als EUA i a molts països europeus, existeix una relació robusta en forma d'U entre la satisfacció vital i l'edat, relació que és independent de factors com la renda, la salut o la generació: la felicitat decreix fins que les persones assoleixen el nivell més baix de felicitat a edats compreses entre els 40 i els 59 anys (la mitjana global és de 46) i, a mesura que s'envelleix, torna a augmentar de forma sostinguda. S'han considerat diverses teories per explicar aquesta forma tan particular, i, pel que sembla, és una conjunció de raons econòmiques i psicològiques. D'una banda, s'ha argumentat que, en la mitjana edat, és quan les persones gaudeixen de salaris més elevats i ho aprofiten treballant molt per estalviar per a la jubilació. De l'altra, s'ha dit que les persones més grans no es preocupen tant pel futur i valoren més els aspectes positius de la vida present. En qualsevol cas, aquesta evidència empírica té poderoses implicacions rellevants per a la política econòmica: les societats occidentals envelleixen, de manera que és possible que vegem un increment de la felicitat agregada de la societat. Fins i tot es pot anar un pas més enllà: com el benestar emocional està associat a una major longevitat,⁶ no és descartable que un augment de la felicitat, al seu torn, comporti un increment de l'esperança de vida.

La felicitat i el cicle vital als EUA

(Satisfacció vital en una escala del 0 al 10) *



Nota: * La satisfacció vital es mesura en una escala del 0 al 10, on 0 representa la pitjor vida possible i 10 la millor vida possible.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Stone, A., Schwartz, J., Broderick, J. i Deaton A. (2010), «A snapshot of the age of distribution of psychological well-being in the United States». *Proceedings of the National Academy of Sciences*

Tal com hem vist al paràgraf anterior, l'estudi de la felicitat pot tenir importants implicacions a nivell agregat. Un exemple paradigmàtic emergeix quan analitzem com la felicitat de les persones es trasllada als nivells agregats de capital social, entès com el conjunt de valors que permeten als membres de la societat confiar en el proïsme i treballar conjuntament. La clau és que el nivell de felicitat de les persones té implicacions per a la resta de la societat, atès que influeix en la manera de relacionar-se amb els altres i de com tractar-los. O, dit en l'argot econòmic, la felicitat individual va associada a externalitats que repercuteixen en la resta d'individus. En aquest sentit, hi ha diversos estudis acadèmics que documenten una relació positiva entre felicitat i capital social.⁷ Tot i que és difícil establir relacions causals (si ets més feliç confies més en els altres i cooperes més amb la societat o aquesta relació va en sentit contrari?), s'ha demostrat que els països amb desigualtats molt marcades en els nivells de felicitat pateixen un deteriorament important dels nivells de confiança social.⁸ En definitiva, partint d'un enfocament individual sobre la felicitat, i incorporant les externalitats resultants, arribem a resultats a nivell més agregat que poden tenir importants derivades per a l'anàlisi econòmica i per a millorar el grau de desenvolupament i de cooperació dels països (per a una anàlisi exhaustiva de la felicitat a nivell agregat, vegeu l'article «Com comparar el benestar entre països?», d'aquest mateix Dossier).

A tall de conclusió, la felicitat és un concepte molt ric i amb moltes arestes que se situa en una posició central de l'anàlisi econòmica. Dit això, és pertinent advertir als lectors perquè continuïn gaudint de les vacances i de la vida en general, que preocupar-se massa sobre si som feliços o no pot ser contraproductiu, ja que augmenta la probabilitat de patir decepcions i de ser infeliç, segons ha estudiat la famosa psicòloga de Berkeley Iris Mauss. Al capdavant, com va dir Buda, «no hi ha camí a la felicitat, la felicitat és el camí».

Javier Garcia-Arenas

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

4. Vegeu Ferrer-i-Carbonell, A. i Van Praag, B. (2009), «Do people adapt to changing circumstances?», EPAG Working Paper.

5. Vegeu Clark, A. E. i Oswald, A. J. (1994), «Unhappiness and Unemployment», *The Economic Journal*.

6. Vegeu Steptoe, A., Deaton, A. i Stone, A. (2014), «Subjective wellbeing, health, and ageing», *Lancet*.

7. Vegeu Bjørnskov, C. (2003), «The Happy Few: Cross-Country Evidence on Social Capital and Life Satisfaction», *Kyklos Journal*.

8. Vegeu Goff, L., Helliwell, J. i Mayraz, G. (2016), «The Welfare Costs of Well-being Inequality», NBER Working Paper.

Benestar, economia i percepcions

Max Planck, nobel de Física el 1918 i considerat el fundador de la teoria quàntica, va dir que, «quan canvis la teva manera de veure les coses, les coses que veus canviaran». Estaran d'acord amb ell els seus compatriotes alemanys, o, si més no, així ho suggereix la curiosa experiència del Mundial de Futbol del 2006, ja que un estudi de Dohmen i coautors¹ mostra que una victòria de la selecció de futbol alemanya provocava una millora de la valoració subjectiva de la situació econòmica equivalent a un augment de sou d'uns 5.600 euros anuals. Malgrat que aquest grau de satisfacció potser no sorprendrà a les persones més aficionades al futbol, sí que és sorprenent que influeixi, i amb una magnitud gens menyspreable, en una mostra construïda per ser representativa de tota la població alemanya en edat de treballar. Però això il·lustra un aspecte fonamental de la vida humana i del benestar: les percepcions personals són determinants.

Errors de percepció en el benestar

(% de persones força o molt felices)

País	Massa baix	Discrepància	Massa alt	Percepció	Real
Canadà	-27			60	87
Països Baixos	-27			57	84
Noruega	-27,9			60	87,9
Austràlia	-28,7			53	81,7
Filipines	-31,4			58	89,4
Rússia	-32,3			41	73,3
Índia	-33,8			47	80,8
Perú	-36			40	76
Xina	-36,5			48	84,5
Colòmbia	-37,5			54	91,5
Sud-àfrica	-38,4			38	76,4
Montenegro	-38,6			46	84,6
Alemanya	-39			45	84
EUA	-40,6			49	89,6
Xile	-41,5			43	84,5
Turquia	-41,8			42	83,8
Tailàndia	-42			51	93
França	-42			41	83
Sèrbia	-43			34	77
Japó	-44,5			42	86,5
Regne Unit	-45			47	92
Espanya	-45,4			41	86,4
Argentina	-45,4			41	86,4
Suècia	-45,6			49	94,6
Singapur	-46			47	93
Hongria	-47,3			22	69,3
Polònia	-50,6			42	92,6
Mèxic	-51,3			43	94,3
Malàisia	-52			44	96
Brasil	-52			40	92
Hong Kong	-61,1			28	89,1
Corea del Sud	-66			24	90

Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Ipsos MORI, «Perils of Perception 2016».

20% (la real era del 6%), el nord-americà la situava en el 32% (real del 6%), el japonès en el 19% (real del 4%), etc.² Quelcom semblant s'observa amb els indicadors de crims. Com ho mostra el segon gràfic, als EUA, la taxa d'homicidis ha disminuït de forma sostinguda i ha passat d'una mica més de vuit homicidis per cada 100.000 persones el 1995 a una mica menys de sis homicidis per cada 100.000 persones el 2001 i fins a situar-se per sota dels quatre homicidis per cada 100.000 habitants el 2013. No obstant això, el percentatge de nord-americans que considerava que el crim havia augmentat va passar del 41% del 2001 al 64% el 2013.³

Com s'expliquen aquests errors de percepció? Contràriament a la forta racionalitat de l'individu que postula la teoria econòmica dominant, si més no en la seva versió més simple, el psicòleg Daniel Kahneman, nobel d'Economia del 2002, ens explica al seu *best-seller*, «Thinking, Fast and Slow», com les persones caiem de manera sistemàtica en biaixos cognitius que influeixen tant en la nostra percepció de la realitat com en la presa de decisions. Entre els factors que detalla Kahneman sobre el funcionament del cervell, n'hi ha tres que són especialment rellevants per a la percepció del benestar. En primer lloc, Kahneman ens mostra que, davant preguntes complexes, les persones busquem la resposta substituint-les per preguntes semblants però molt més senzilles. A més a més, no valorem les situacions en abstracte, sinó que ho fem en funció d'un punt de referència o àncora, com l'anomena

La importància de les percepcions és especialment marcada en l'estudi i en el mesurament de la felicitat. Vegem-ho amb tres exemples relacionats amb el benestar, amb l'atur i amb el crim. Com ha posat en relleu l'article «És vostè feliç? La felicitat i l'ésser humà», en aquest Dossier, els indicadors de benestar personal mesuren valoracions subjectives que depenen de les percepcions de cada individu. A més a més, en jutjar el nostre benestar personal, també valorem el benestar dels qui ens envolten. Però, com ho mostra el primer gràfic, cometem errors de percepció significatius que ens duen a subestimar, de manera sistemàtica, el benestar de la societat en què vivim. En concret, segons recollia Ipsos MORI el 2016, a Espanya el 86,4% de la població es considerava força o molt feliç; no obstant això, l'espanyol mitjà pensava que només el 41% dels espanyols es considerava força o molt feliç. El mateix succeeix amb altres determinants del benestar, com les condicions econòmiques o la seguretat personal. Per exemple, el 2014, l'espanyol mitjà estimava que la taxa d'atur se situava en el 46%, quan, en realitat, era del 25%. Això no és ni una casualitat ni és atribuïble a un pessimisme particular dels espanyols, ja que aquest biaix és comú a tots els països considerats: l'alemany mitjà situava la taxa d'atur en el

1. Vegeu Dohmen, T. et al. (2006), «Seemingly Irrelevant Events Affect Economic Perceptions and Expectations: the FIFA World Cup 2006 as a Natural Experiment», IZA Discussion Paper.

2. Ipsos MORI, (2014 i 2016), «Perils of Perception».

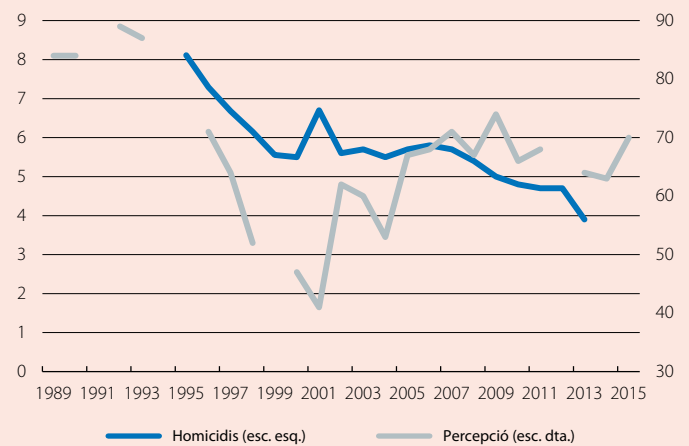
3. Vegeu Gallup (2014), «Most Americans Still See Crime Up Over the Last Year».

Kahneman, que apareix fresc en la nostra memòria. Vegem-ho amb un exemple. En un experiment,⁴ es preguntava a estudiants universitaris el seu nivell de felicitat. A alguns estudiants, immediatament abans, se'ls havia preguntat pel nombre de cites amoroses que havien tingut en l'últim mes. A uns altres també se'ls interrogava sobre les cites, però després de preguntar-los sobre la seva felicitat. S'imagina el lector els resultats? Doncs, mentre que, entre els membres del segon grup, no s'observava cap relació entre cites i felicitat, entre els primers, va aparèixer una clara relació positiva: els qui havien tingut més cites també indicaven que eren més feliços. La raó, ens diu Kahneman, és que respondre sobre la felicitat és molt més complex que quantificar el nombre de cites: tenir la xifra de cites present induïa a associar cites, al mateix temps que la pregunta fàcil i el punt de referència, amb felicitat. El mateix passava quan, en lloc de cites, es preguntava sobre la situació matrimonial o laboral.⁵

Crim i percepció

(Homicidis per cada 100.000 persones)

Persones que creuen que el crim augmenta (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Gallup i de l'FBI.

El segon biaix destacat fa referència a com recordem les emocions. Què creu que valora més: tres dies de vacances a la platja o aquests mateixos tres dies amb dos d'addicionals però amb mal temps i sense gaudir del sol? Sembla que la segona opció no pot ser pitjor que la primera, veritat? La resposta no és tan senzilla, i és que Kahneman mostra que els records depenen de la intensitat de les emocions en el punt màxim i en l'últim moment d'experimentar-les, però no de la seva durada. Un altre famós experiment ho il·lustra nítidament.⁶ Una persona posava la mà en aigua molt freda (14 °C) durant 60 segons. Després, posava la mà durant 60 segons en aigua molt freda (14 °C, prou per ser dolorós) i 30 segons més en aigua només lleugerament menys freda (15 °C). Finalment, se li demanava que escollís quina experiència preferiria repetir: els resultats indiquen que el 80% dels qui van percebre un augment de la temperatura en el segon exercici (60 + 30 segons) preferia repetir aquesta opció, que *a priori* a tots ens semblaria la menys desitjable.

Finalment, una altra de les característiques de la nostra ment que destaca Kahneman és la ràpida capacitat d'adaptació a les noves circumstàncies, que explica que augmentos de la renda o marxar a viure a una regió amb un clima més temperat només tinguin efectes temporals sobre el benestar. En aquest últim sentit, ens explica que, en una enquesta realitzada a estudiants de Califòrnia, Ohio i Michigan, no s'observen diferències significatives en el benestar subjectiu de les regions.⁷ No obstant això, l'enquesta també revela que tots els estudiants creuen que la gent és més feliç a Califòrnia. La raó, de nou, és que la pregunta «Quin nivell de felicitat té vostè?» és neutra, mentre que la pregunta «Creu que la gent és més feliç a Califòrnia?» evoca la idea d'una regió amb un clima agradable i esbiaixa la resposta.

Si l'obra de Kahneman ha estat fonamental per entendre millor el comportament individual, no podem acabar sense remarcar que les percepcions individuals tenen la seva translació a nivell agregat. Com ho explica Robert Shiller, nobel d'Economia, les persones busquem històries que ens ajudin a interpretar el món en què vivim.⁸ Aquestes narratives són construccions humanes, influïdes per les nostres percepcions personals, mesclades de fets, emocions i interessos que ens causen una impressió i ens serveixen per estimular les nostres preocupacions i les emocions dels nostres conciutadans. Quan es difonen, poden crear un nou punt de vista, un marc de referència que exercirà influència sobre les decisions i que pot arribar a tenir un impacte econòmic en si mateix. Per exemple, el mateix Shiller, amb Goetzmann i altres coautors,⁹ ha identificat que la probabilitat percebuda d'un *crash* financer per part d'inversors professionals està influenciada per notícies pessimistes en premsa, relacionades amb els mercats financers o amb esdeveniments aparentment irrelevants com petits terratrèmols a nivell local. Al capdavall, una recessió és un període en què la gent decideix gastar menys, continuar utilitzant béns antics en lloc de substituir-los per nous i ajornar l'inici de nous negocis o la contractació de treballadors: decisions personals que no solament depenen de l'estat de l'economia, sinó de com es valora la narrativa prevalent i de com és percebut individualment.

Adrià Morron Salmeron

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

4. Vegeu Strack *et al.* (1988), «Priming and communication: Social determinants of information use in judgments of life satisfaction», *European Journal of Social Psychology*.

5. Vegeu Schwarz, N. *et al.* (1991), «Assimilation and contrast effects in part-whole question sequences: a conversational logic analysis», *Public Opinion Quarterly*.

6. Vegeu Kahneman, D. *et al.* (1993), «When Mores Pain is Preferred to Less: Adding a Better End», *Psychological Science*.

7. Vegeu Schkade, D. i Kahneman, D. (1998), «Does living in California make people happy? A focusing illusion in judgments of life satisfaction», *Psychological Science*.

8. Vegeu Shiller, R. (2017), «Narrative Economics», NBER Working Paper, a partir de la conferència presidencial impartida per Shiller al Congrés de l'American Economic Association el 7 de gener del 2017.

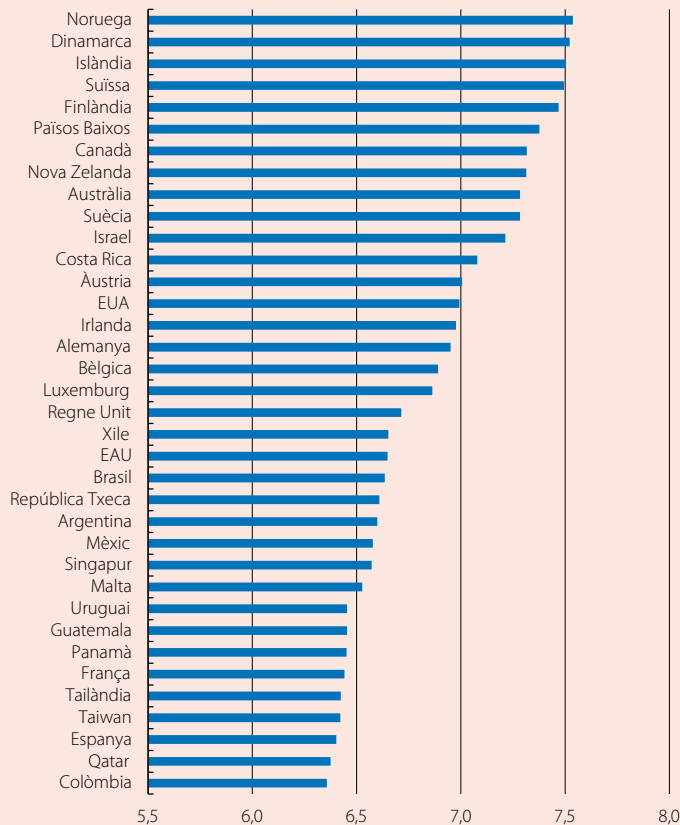
9. Vegeu Goetzmann, N. *et al.* (2016), «Crash Beliefs from Investor Surveys», NBER Working Paper.

Com comparar el benestar entre països?

Els països del nord d'Europa solen tenir fama de ser els més feliços del món. El 2017, l'Índex de Felicitat publicat pel Programa de Desenvolupament de les Nacions Unides va situar Noruega com el país més feliç del món i va treure del tron un altre país nòrdic, Dinamarca, que havia encapçalat el rànquing des del 2012, any en què es va publicar per primera vegada aquest índex.

Rànquing de l'Índex de Felicitat

(Escala de l'1 al 10)



Nota: El rànquing inclou els països classificats entre el lloc 1 i 36, i 10 és la millor puntuació.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del «World Happiness Report 2017».

Sense ànim d'infravalorar el *hygge*¹ escandinau, a alguns els pot sorprendre que els països nòrdics liderin el rànquing d'índex de benestar o que Espanya ocupi un modest lloc 34, lluny dels EUA i d'Alemanya (llocs 14 i 16, respectivament).² I és que comparar nivells de vida entre països no és una tasca senzilla. De fet, cap intent de mesurament de benestar ha quedat lliure de crítica, fins al moment.

L'Índex de Felicitat no és una excepció. Aquest índex, que es construeix a partir de qüestionaris en què cada persona avalua el nivell de felicitat entre 0 i 10, no té en compte, per exemple, que determinats països i cultures poden ser més feliços que uns altres, fins i tot sota la mateixa situació econòmica i social. En aquest sentit, un article de l'OCDE³ estima que l'impacte cultural pot explicar fins a 1,5 punts de la puntuació de l'1 al 10 que els individus reporten. En particular, els autors destaquen que l'impacte cultural és marcadament positiu als països nòrdics, als de parla anglesa i en alguns països llatinoamericans.

Al món acadèmic, un dels últims intents per construir un mesurament del benestar comparable entre països i en el temps prové de Jones i Klenow, que plantegen un indicador de benestar que incorpora, com a factors determinants, el consum, l'oci, la mortalitat i la desigualtat.⁴ Una de les novetats que planteja aquest indicador del benestar és que intenta ponderar els diferents elements que el componen en funció de les preferències del conjunt de ciutadans utilitzant dades microeconòmiques de 13 països.

El tercer gràfic, extret de l'article de Jones i Klenow, ens mostra que, malgrat que els països de l'Europa Occidental analitzats⁵ tenen, de mitjana, un PIB *per capita* al voltant del 67% del dels EUA, quan es té en compte el major temps d'oci, la major esperança de vida i els menors nivells de desigualtat dels quals gaudeixen aquests països europeus, la diferència amb els EUA s'escurça fins al punt que el nivell de benestar dels països europeus és només el 15% inferior al dels EUA. D'altra banda, l'article constata que el nivell de benestar dels països en desenvolupament és pitjor del que el seu PIB per capita suggeriria a conseqüència de la menor esperança de vida, del menor consum i de la major desigualtat.

Malgrat l'avanç que representa aquest article en el mesurament del benestar, cal esmentar que l'índex proposat per Jones i Klenow suposa que tots els països valoren els mateixos aspectes per ser feliços, una hipòtesi que, com s'ha comentat més amunt, no es compleix en la realitat. A més a més, tal com els mateixos autors reconeixen, el mesurament del benestar proposat no té en compte altres factors que també contribueixen al benestar de la població, com la qualitat del medi ambient, el crim, la llibertat política o l'altruisme intergeneracional.

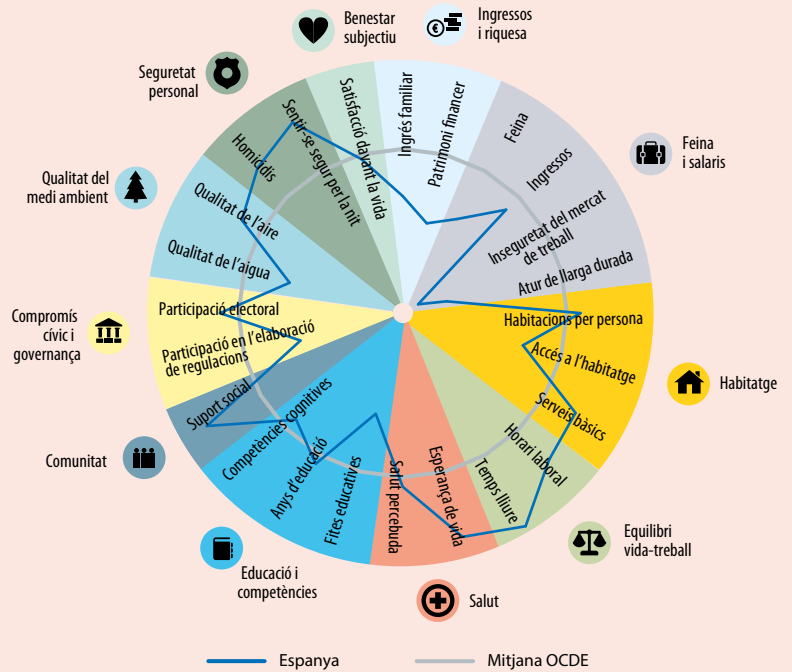
1. *Hygge* és un adjectiu danès associat al benestar personal generat a partir de les petites coses del dia a dia, com la calidesa de la llar i la cura d'un mateix i de l'altre.
2. Dades referents al període 2014-2016.
3. Vegeu Exton, C., Smith, C. i Vandendriessche, D. (2015), «Comparing Happiness Across the World. Does Culture Matter?», OECD Statistics Directorate Working Paper, núm. 62.
4. Vegeu Jones, C. I. i Klenow, P. J. (2016), «Beyond GDP? Welfare across Countries and Time», American Economic Review, vol. 106(9), p. 2.426-2.457.
5. L'article inclou el Regne Unit, França, Itàlia i Espanya.

En aquest sentit, l'Índex per a una Vida Millor (Better Life Index) publicat per l'OCDE es presenta com una altra iniciativa destacable, ja que amplia la gamma de factors que té en compte. En particular, l'índex considera 11 aspectes rellevants que influeixen en el benestar: habitatge, ingressos, feina, comunitat, educació, medi ambient, compromís cívic, salut, satisfacció, seguretat i equilibri vida-treball.

Quin pes s'atorga a cada factor? Idealment, com la felicitat no és un mesurament únic, els pesos de cada factor s'haurien d'obtenir a partir d'una enquesta representativa que estimés quins són els determinants més importants del benestar per a cada població, i és que la literatura acadèmica mostra que la importància dels determinants del benestar no ha de coincidir per força entre els països. Per exemple, per al cas de la desigualtat, Alesina *et al.* van estimar que, a Europa, la desigualtat té un major efecte negatiu sobre el benestar que als EUA.⁶

Conscients d'aquesta limitació, l'OCDE posa a disposició del públic una eina que permet ponderar el pes dels 11 factors que componen l'índex. Un senzill exercici ens mostra que, independentment dels pesos, els països nòrdics tendeixen a mantenir-se al capdavant del rànquing i que els canvis en els pesos produeixen, sobretot, canvis en la part mitjana i baixa del rànquing.

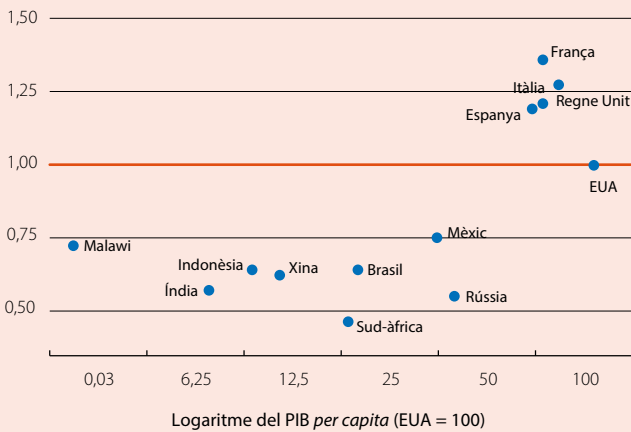
Benestar a Espanya



Nota: Els punts més allunyats del centre del gràfic mostren fortalesa relativa d'aquestes àrees.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE.

Benestar i ingressos entre països

(Ràtio entre benestar i ingressos) *



Nota: * Mesurament del benestar en termes de consum equivalent que incorpora com a factors determinants el consum, l'oci, la mortalitat i la desigualtat.

Font: Jones, C. I. i Klenow, P. J. (2016), «Beyond GDP? Welfare across Countries and Time», *American Economic Review*, vol. 106(9), p. 2.426-2.457.

A tall il·lustratiu, si el pes dels 11 indicadors és el mateix, Noruega encapçala el rànquing de l'índex, els EUA se situen en el lloc 9 i Espanya obté el lloc 19. Si, en canvi, atorguem la màxima importància a la salut, a l'educació i a l'equilibri vida-treball, que són els tres factors considerats més importants pels usuaris de l'Índex a Espanya i també als EUA i a Noruega,⁷ Dinamarca encapçalaria el rànquing (seguit de Noruega), els EUA baixarien fins al lloc 13 i Espanya es mantindria en el lloc 19.

En conclusió, malgrat que tots els mesurament del benestar presenten dificultats, els països nòrdics s'obstinen a treure sempre la millor nota i ens recorden que no hauriem de perdre'ls com a referència.

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

6. Vegeu Alesina, A., Di Tella, R. i MacCulloch, R. (2004), «Inequality and Happiness: Are Europeans and Americans Different?», *Journal of Public Economics*, p. 2.009-2.042.

7. Aquests resultats estan basats en les respostes de 3.200 visitants al lloc web d'Espanya de l'Índex per a una Vida Millor, 1.600 visitants al lloc web de Noruega i 18.200 visitants al lloc web dels EUA, de manera que només són indicatius i no representen tota la població.

Els diners no donen la felicitat, però ajuden a aconseguir-la?

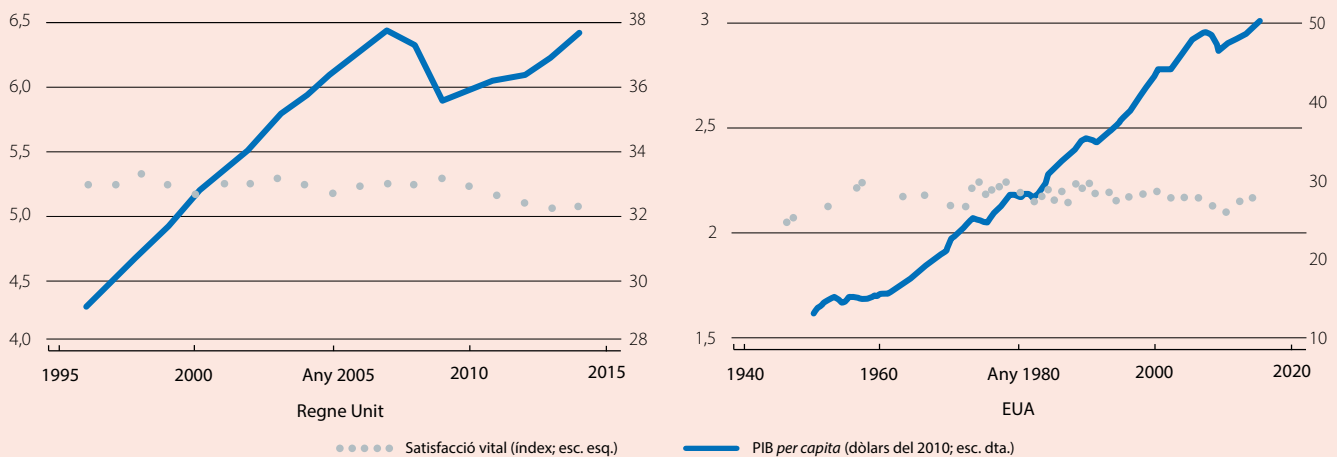
Quina és la relació entre la felicitat individual, el benestar dels ciutadans i el nivell de renda *per capita* dels països? Als cercles acadèmics, existeix un profund debat sobre aquesta qüestió, ja que l'objectiu últim de les polítiques econòmiques és maximitzar la felicitat o el benestar dels ciutadans (i, si és possible, el benestar dels d'avui i el dels del futur). A la pràctica, però, les decisions se solen prendre en relació amb els criteris de generació de renda (o riquesa), assumint que aquest és el millor instrument per aconseguir el màxim benestar dels ciutadans. Si la relació entre la renda i la felicitat és prou estreta, llavors, les decisions de política econòmica seran encertades.

El treball pioner en aquest àmbit de Richard Easterlin¹ mostra, en canvi, que l'increment del PIB *per capita* d'un país no va associat a un augment del nivell mitjà de la felicitat dels seus habitants.² Aquest resultat és conegut com la «paradoxa d'Easterlin» i, des que es va postular, ha generat una prolífica literatura que ha intentat corroborar o refutar aquest resultat. Generalment, els estudis sobre l'evolució de la felicitat d'un país al llarg del temps troben resultats que confirmen aquesta paradoxa. En concret, el mateix Easterlin, en una actualització del seu treball inicial,³ mostra que l'ingrés real *per capita* als EUA gairebé es va duplicar en el període 1973-2004, mentre que la felicitat mitjana es va mantenir estable. Aquest fenomen no és específic dels EUA, ja que el mateix resultat s'obté al Japó, un dels països desenvolupats on més ha augmentat l'ingrés real *per capita* des de la Segona Guerra Mundial, i també a la major part de països europeus.

D'aquests resultats, però, no s'hauria de concloure que els diners no importen. Una àmplia literatura documenta que, en un determinat moment del temps, sí existeix una relació molt estreta entre la renda i la felicitat, tant si la comparació es realitza entre països com si es fa entre individus d'un mateix país. La clau per reconciliar aquests resultats amb la paradoxa d'Easterlin rau en la referència temporal: la felicitat és un concepte subjectiu i relatiu, la qual cosa en dificulta el mesurament al llarg del temps, a mesura que canvien les circumstàncies personals i/o de l'entorn. Aquesta és una qüestió molt rellevant, i hi tornarem més endavant. Ara com ara, però, és important descriure detalladament la relació entre renda i felicitat, primer entre països i, a continuació, entre individus amb més o menys nivell de renda dins un mateix país i en un moment determinat.

La comparativa entre països revela que hi ha una relació positiva entre la renda *per capita* i el nivell mitjà de satisfacció vital entre països. En concret, Stevenson i Wolfers⁴ documenten una correlació de 0,79 entre les dues variables en una mostra de 155 països. Així mateix, consideren que aquesta relació és el que s'anomena log-lineal: 100 euros addicionals de renda tenen més impacte sobre la felicitat d'un país pobre que d'un país ric; en canvi, l'augment de la felicitat serà similar si es doblen els respectius ingressos.

PIB per capita i satisfacció vital a diferents països



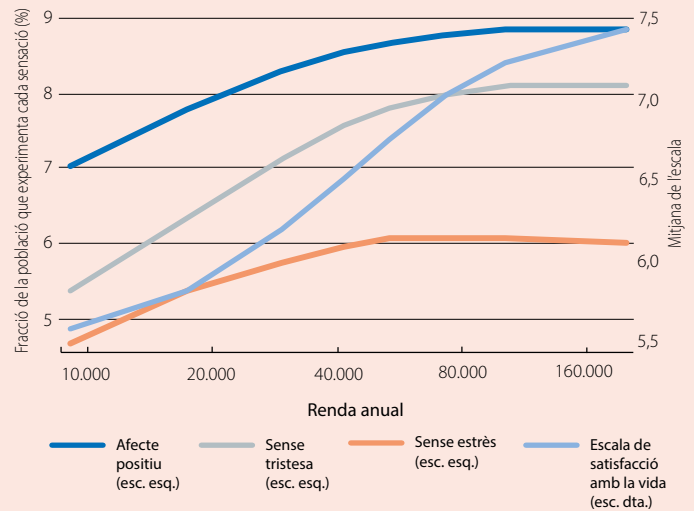
Font: Clark, Fleche, Layard, Powdthavee i Ward (2016).

1. Vegeu Easterlin, R. A., «Does Economic Growth Improve the Human Lot? Some Empirical Evidence», a David, P. A. i Reder, M. W. (eds.), «Nations and Households in Economic Growth: Essays in Honor of Moses Abramovitz» (Nova York i Londres: Academic Press, 1974).
2. Noti's que la felicitat es mesura a partir d'un mesurament subjectiu en relació amb les respostes sobre la satisfacció amb la vida, com, per exemple, l'escala de Cantril. Vegeu l'article «És vostè feliç? La felicitat i l'ésser humà», d'aquest mateix Dossier, on s'explica amb detall el concepte de felicitat i el seu mesurament.
3. Vegeu Easterlin, R. A. (1995), «Will Raising the Incomes of All Increase the Happiness of All», *Journal of Economic Behavior & Organization*, 27(1), p. 35-47.
4. Stevenson i Wolfers (2013), «Subjective Well-Being and Income: is There Any Evidence of Satiation?», *American Economic Review, Papers & Proceedings*, 103(3).

La comparativa entre individus rics i pobres en un mateix país i en un mateix moment també revela una relació positiva entre renda i satisfacció amb la vida. Aquesta correlació ja va ser identificada per Easterlin el 1974 i, amb posterioritat, ha estat corroborada en múltiples estudis. Per exemple, Stevenson i Wolfers analitzen aquesta relació amb dades microeconòmiques (a nivell individual) en els 25 països més poblats del món i troben una tendència creixent en la satisfacció vital mitjana dels individus ordenats de menys a més segons el seu percentil de renda.

Alguns investigadors han postulat una versió modificada (o feble) de la paradoxa d'Easterlin basada en la idea que hi ha un punt de sacietat a partir del qual la felicitat deixa d'augmentar amb la renda. Aquesta hipòtesi implica que, a partir d'un determinat nivell de desenvolupament, la felicitat mitjana d'un país deixaria d'augmentar. Així mateix, en la comparació entre individus, l'impacte d'un augment de la renda seria nul a partir d'un cert llindar de renda. L'estudi d'Stevenson i Wolfers analitza aquesta qüestió amb deteniment, utilitzant diverses bases de dades i punts de sacietat diferents, i conclou que un augment proporcional de la renda produeix el mateix impacte sobre la felicitat d'un país o d'un individu, independentment del seu nivell de renda. La conclusió, per tant, és que no hi ha evidència que aquest punt de sacietat existeixi. Cal esmentar, però, que aquesta anàlisi mesura la felicitat en funció de la satisfacció vital. Kahneman i Deaton,⁵ en un estudi només per als EUA, diferencien entre la satisfacció vital i el benestar emocional, que fa referència a la qualitat emocional de les experiències diàries d'un individu. Mentre que la satisfacció vital mostra una relació clarament positiva amb la renda, el benestar emocional assoleix un nivell màxim al voltant dels 75.000 dòlars. Aquest resultat es troba per als tres mesuraments de benestar emocional analitzats i que fan referència a la intensitat i a la freqüència amb què els individus experimenten gaudi o alegria (afecte positiu), tristesa o preocupació, i estrès.

Renda, benestar emocional i satisfacció vital



Font: Kahneman i Deaton (2010).

Un cop revisats de forma més o menys exhaustiva els estudis que analitzen la relació entre felicitat i renda, el repte pendent és reconciliar els resultats empírics aparentment contradictoris que, d'una banda, revelen un augment de la felicitat amb la renda entre països i entre individus amb les comparacions temporals, que mostren que el nivell mitjà de felicitat d'un país es manté constant al llarg del temps malgrat el progrés econòmic experimentat. La resposta generalment acceptada a aquesta qüestió és que la valoració subjectiva que un fa del seu nivell de renda depèn de la seva situació en relació amb un grup de referència. És a dir, la felicitat no depèn del nivell absolut d'ingressos d'una persona, sinó de com es compara amb el d'altres persones (comparació social) o amb el seu propi passat (hàbits).⁶ Això, per construcció, limita la validesa de les comparacions al llarg del temps. La idea és molt intuïtiva: si la norma social de referència fossin les condicions de vida de fa 200 anys, possiblement tots ens situaríem avui dia en un graó molt més alt en l'escala de la satisfacció vital, ja que el nivell de vida mitjà d'avui supera amb escreix el dels més rics d'antany. Així, malgrat que un augment dels ingressos al llarg del temps té un impacte positiu sobre la felicitat, hi ha altres efectes indirectes que operen en sentit contrari. D'aquesta manera, l'efecte final observat és que la felicitat mitjana es manté relativament estable al llarg del temps malgrat el millor nivell de vida del qual gaudeix la societat.

A tall de conclusió, una valoració global que s'extreu dels estudis esmentats és que l'ús de mesuraments agregats de renda, com el PIB *per capita*, per guiar les decisions de política econòmica és lògic, tenint en compte que la relació entre renda i felicitat és generalment força estreta. De tota manera, cal reconèixer també les limitacions d'aquests mesuraments i la necessitat de tenir en compte altres determinants de benestar i de felicitat.

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

5. Vegeu Kahneman, D. i Deaton, A. (2010), «High income improves evaluation of life but not emotional well-being», PNAS, vol. 107.

6. Vegeu Clark, A. et al. (2008), «Relative Income, Happiness and Utility: An Explanation for the Easterlin Paradox and Other Puzzles», Journal of Economic Literature, vol. 46(1).

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 Metodològica del Índex 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

María 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 despallament 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 març de 2017

	MILIONS €
Recursos de clients	338.053
Crèdit a la clientela, brut	227.934
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	403
Capitalització borsària	24.085
Clients (milions)	15,8
Empleats	37.638
Oficines	5.525
Oficines a Espanya	4.990
Terminals d'autoservei a Espanya	9.461

**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

