IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 415 | SETEMBRE 2017

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Quin és el nou tipus d'interès d'equilibri?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Volatilitat financera i incertesa política: qui va dir por?

UNIÓ EUROPEA
Brexit *i correcció al sector immobiliari, un còctel perillós*

ECONOMIA ESPANYOLA
Conseqüències del brexit *sobre el sector immobiliari*

DOSSIER: EL MOMENT D'EUROPA

Unió Europea: claus per a un renaixement

Sincronització econòmica en una àrea econòmica i monetària comuna

Unió fiscal i el llarg camí cap als eurobons

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Setembre 2017

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

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

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

Enric Fernández
Director Corporatiu de Planificació Estratègica i Estudis

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia

Avelino Hernández
Director de Mercats Financers

Estel Martín
Directora d'Estratègia Bancària

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

6 MERCATS FINANCERS

9 *Quin és el nou tipus d'interès d'equilibri?*

10 *El dilema de l'OPEP i el final del* contango *al mercat del cru*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Volatilitat financera i incertesa política: qui va dir por?*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *Mercat immobiliari europeu: de la recuperació a l'ebullició*

22 Brexit *i correcció al sector immobiliari, un còctel perillós*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *La població activa a Espanya: envelliment i nivell educatiu*

28 *Conseqüències del* brexit *sobre el sector immobiliari*

29 *La millora de la balança de rendes*

32 DOSSIER: EL MOMENT D'EUROPA

32 *Unió Europea: claus per a un renaixement*
Josep Mestres i Àlex Ruiz

36 *Sincronització econòmica en una àrea econòmica i monetària comuna*
Oriol Carreras Baquer

38 *Unió fiscal i el llarg camí cap als eurobons*
Roser Ferrer

Una oportunitat per a Europa

Després de les eleccions alemanyes del 24 de setembre, la UE haurà d'afrontar el seu futur. S'obrirà llavors una finestra d'oportunitat difícilment repetible per acordar quina Europa volem construir i quines reformes són necessàries per apuntalar aquesta construcció.

L'oportunitat sorgeix per una confluència de factors. Els resultats de les eleccions franceses i holandeses, en què el populisme euròfob va ser derrotat per opcions europeistes; el compromís dels principals candidats alemanys amb el projecte europeu; la propera sortida del Regne Unit de la UE, un membre important que s'oposava reiteradament a una major integració; la presidència de Trump, que fa encara més necessari enfortir la política exterior de la Unió, i l'amenaça terrorista, que subratlla la importància d'una coordinació efectiva a nivell europeu en matèria de seguretat i intel·ligència.

A més a més, hi ha un ampli consens sobre el fet que és necessari avançar encara més en la integració europea i, en particular, reforçar l'arquitectura institucional de la moneda única. En els últims anys, s'han dut a terme moltes reformes, i algunes, sens dubte, han estat profundes, com la unió bancària o la creació del Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE). Però podem, i hem de, continuar avançant per aquest camí, i és preferible no esperar que les circumstàncies ens obliguin a fer-ho de manera precipitada.

Per començar, la unió bancària ha contribuït a reduir els riscos de contagi mutu entre el sobirà i la banca, però encara queda lluny de ser una unió completa. Falta un sistema de garantia de dipòsits únic a nivell europeu, amb capacitat d'endeutar-se o de tenir accés a un prestador d'última instància. I falta una major homogeneïtzació dels marcs normatius entre els diferents països (per exemple, pel que fa a les lleis d'insolvència) per facilitar les economies d'escala i fomentar la creació de bancs paneuropeus. Hi ha també dubtes sobre l'eficàcia del marc actual de resolució per a bancs amb problemes en el cas d'una hipotètica crisi sistèmica, en especial en absència d'una autoritat fiscal central forta.

Precisament, la creació d'una autoritat fiscal europea és, segurament, el pas que més reforçaria la unió monetària, a més de la bancària. Alemanya i França estan d'acord, creuen que la zona de l'euro hauria de tenir un ministre d'Economia i Finances, però divergeixen de manera significativa en les competències que atorgarien a aquesta figura. El president Macron defensa un pressupost comú fort, que pugui finançar grans projectes d'inversió i que actuï de mecanisme d'estabilització macroeconòmica davant les pertorbacions que puguin afectar de manera desigual els diferents països. Merkel, en canvi, és partidària d'un ministre que es dediqui a coordinar les polítiques fiscals i les reformes estructurals dels països membres, amb un fons per poder premiar la implementació de les polítiques desitjades. Qualsevol d'aquests enfocaments requerirà cessions de sobirania i, en conseqüència, passos per dotar de més legitimitat política les institucions europees.

Amb tota probabilitat, el salt més ambiciós, la unió política, queda encara lluny, però caldrà fer passos en aquesta direcció. Està per veure fins a quin punt en serem capaços. Sens dubte, les paraules de José Ortega y Gasset, escrites abans de la Segona Guerra Mundial, mantenen la seva vigència: «La situación auténtica de Europa vendría, por lo tanto, a ser ésta: su magnífico y largo pasado la hace llegar a un nuevo estadio de vida donde todo ha crecido; pero a la vez las estructuras supervivientes de ese pasado son enanas e impiden la actual expansión. Europa se ha hecho en forma de pequeñas naciones. En cierto modo, la idea y el sentimiento nacionales han sido su invención más característica. Y ahora se ve obligada a superarse a sí misma. Éste es el esquema del drama enorme que va a representarse en los años venideros. ¿Sabrá libertarse de supervivencias, o quedará prisionera para siempre de ellas?».

Enric Fernández
Economista en cap
31 d'agost de 2017

CRONOLOGIA

AGOST 2017

16 S'inicien les renegociacions del Tractat de Lliure Comerç d'Amèrica del Nord (NAFTA).

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.

AGENDA

SETEMBRE 2017

4 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (agost).
7 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
8 Índex de producció industrial (juliol).
Crèdits, dipòsits i morositat (juny).
Execució pressupostària de l'Estat (juliol).
15 Enquesta trimestral de cost laboral (2T).
20 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
21 Consell Europeu.
22 Comerç exterior (juliol).
26 Crèdits, dipòsits i morositat (juliol).
28 Execució pressupostària de l'Estat (agost).
Avanç de l'IPC (setembre).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (setembre).
29 Balança de pagaments (juliol i 2T).
Posició d'inversió internacional neta (2T).

OCTUBRE 2017

2 Taxa d'estalvi de les llars (2T).
3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (setembre).
6 Índex de producció industrial (agost).
16 Comptes financers (2T).
18 Crèdits, dipòsits i morositat (agost i 2T).
20 Comerç exterior (agost).
26 Consell de Govern del BCE.
Enquesta de població activa (3T).
27 PIB dels EUA (3T).
30 Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (octubre).
Avanç de l'IPC (octubre).
Avanç del PIB (3T).
31 Balança de pagaments (agost).
Execució pressupostària de l'Estat (setembre).
PIB de la zona de l'euro (3T).

Europa, un pas endavant

Estiu de placidesa macroeconòmica i financera. Els indicadors publicats al llarg dels mesos de juliol i agost continuen reflectint un bon ritme d'avanç de l'activitat global i reforcen l'escenari d'acceleració del creixement mundial: l'economia va camí de créixer el 3,5% el 2017, una acceleració apreciable en relació amb el 2016 (el 3,1%). No obstant això, aquest entorn de fermesa macroeconòmica i de baixa volatilitat continua envoltat d'importants fonts de risc a nivell internacional. A saber, les tensions geopolítiques són una font de preocupació que, aquest estiu, ha quedat de nou il·lustrada amb l'escalada diplomàtica entre els EUA i Corea del Nord. A més a més, en la fase de maduresa del cicle econòmic en què es troben els EUA, els inversors es comencen a mostrar sensibles a la publicació d'indicadors econòmics per sota del que s'esperava. Un exemple d'això és la feblesa, en els últims mesos, del dòlar i dels tipus d'interès sobirans nord-americans, que no acaben de remuntar malgrat la clara intenció de la Fed de mantenir la normalització monetària i la bona dada de creixement del PIB dels EUA en el 2T (el 2,2%). Finalment, cal no oblidar que, malgrat el bon ritme de creixement que manté l'economia de la Xina, persisteixen els dubtes sobre el seu sistema financer. Així, l'economia mundial encara l'últim tram de l'any amb bones perspectives, però l'entorn dista de ser favorable a la complaença.

La zona de l'euro apuja una marxa. En aquest entorn internacional globalment positiu, però amb importants focus de risc, el creixement de la zona de l'euro guanya finalment fermesa després d'anys de titubeig. En concret, en el 2T 2017, el PIB de la zona de l'euro va avançar el 2,2% interanual i va superar la barrera del 2% per primera vegada des de la sortida de la recessió del 2011-2013 i va donar continuïtat a la major fortalesa mostrada en els últims trimestres. A més a més, aquesta major fortalesa és generalitzada entre països i sectors, com ho il·lustra el ritme de creixement més sòlid a les principals economies de la zona de l'euro en el 2T (Alemanya, el 2,1%; França, l'1,7%, i Itàlia, l'1,5%). La millora del to de la zona de l'euro és deguda a la confluència de diferents elements. Als factors de suport dels últims trimestres (és a dir, les condicions financeres acomodatícies i un preu del petroli en nivells relativament baixos), s'han afegit una reducció de les fonts de risc domèstic i una major confiança en la recuperació. Això ens ha empès, des de CaixaBank Research, a revisar a l'alça les perspectives de creixement de la zona de l'euro fins al 2,2% per al 2017 i el 2,0% per al 2018. Així ho ha llegit també el Banc Central Europeu (BCE), que, al llarg del primer semestre de l'any, va millorar repetidament el mapa de riscos. A més a més, al juliol, aquesta bona progressió ha dut l'entitat a comunicar que, a la tardor, prepararà un redisseny de la política monetària. Tot plegat indica que, al llarg del 2018, el BCE acompanyarà la consolidació del creixement amb una retirada gradual del programa de compra d'actius. No obstant això, més enllà d'aquesta millora de les perspectives a curt termini, la zona de l'euro s'enfronta al repte de potenciar una acceleració del creixement a llarg termini i d'il·lusionar els ciutadans amb una economia més vigorosa i amb un projecte polític més integrador. En aquest sentit, les negociacions del *brexit*, que, inicialment, van aparèixer com un cop a la integració europea, obren la possibilitat que s'intensifiquin les propostes per potenciar el projecte europeu. Precisament, al Dossier d'aquest mes, «El moment d'Europa», el lector trobarà una anàlisi de la situació en què es troba el procés de construcció política i econòmica d'Europa.

L'economia espanyola avança a un ritme robust. L'activitat de l'economia espanyola manté una excepcional trajectòria de creixement, com ho testifica l'avanç del 3,1% interanual del PIB en el 2T, i encadena nou trimestres consecutius amb taxes de creixement superiors al 3%. En els últims anys, aquesta bona dinàmica s'ha basat en factors interns (reformes estructurals i guanys en competitivitat) i externs (condicions financeres acomodatícies i un preu del petroli en cotes relativament baixes), als quals, recentment, cal afegir una major fermesa de les economies veïnes de la zona de l'euro. Així, l'escenari de CaixaBank Research contempla que el creixement es mantindrà en cotes elevades en els propers trimestres, tot i que s'anirà desaccelerant a mesura que l'efecte d'alguns factors de suport transitoris (el preu del petroli i l'apreciació de l'euro) vagi perdent intensitat. Aquesta fortalesa de l'activitat de l'economia espanyola es reflecteix també al mercat laboral, amb un descens acumulat de 2,8 p. p. en la taxa d'atur en l'últim any. Així mateix, el creixement econòmic facilita l'assoliment de l'objectiu de dèficit (del 3,1% el 2017). Però, en aquest context propici, lluny de ser complaents, seria desitjable continuar impulsant una agenda de reformes que permeti, en el futur, afrontar amb més solidesa conjuntures menys favorables.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2015	2016	2017	2018	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,4	3,1	3,5	3,7	3,4	3,5	3,6	3,6	3,8	3,7
Països desenvolupats	*2,1*	*1,7*	*2,1*	*2,0*	*2,0*	*2,2*	*2,2*	*2,1*	*2,2*	*2,0*
Estats Units	2,9	1,5	2,1	2,2	2,0	2,2	2,1	2,3	2,4	2,2
Zona de l'euro	1,9	1,7	2,2	2,0	1,9	2,2	2,3	2,3	2,2	2,1
Alemanya	1,5	1,9	2,2	1,9	1,9	2,1	2,3	2,4	2,1	1,9
França	1,0	1,1	1,7	1,7	1,1	1,7	2,0	2,0	1,8	1,7
Itàlia	0,7	1,0	1,4	1,1	1,2	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
Portugal	1,6	1,4	2,7	2,2	2,8	2,9	2,6	2,5	2,1	2,2
Espanya	3,2	3,2	3,1	2,7	3,0	3,1	3,2	3,2	3,0	2,8
Japó	1,1	1,0	1,7	1,0	1,4	2,1	1,9	1,5	1,4	0,7
Regne Unit	2,2	1,8	1,6	1,4	2,0	1,7	1,5	1,1	1,2	1,4
Països emergents	*4,2*	*4,1*	*4,5*	*4,8*	*4,5*	*4,5*	*4,5*	*4,6*	*4,9*	*4,8*
Xina	6,9	6,7	6,8	6,3	6,9	6,9	6,7	6,6	6,6	6,4
Índia	7,5	7,9	6,3	7,3	6,1	5,7	6,5	7,0	7,0	7,2
Indonèsia	4,9	5,0	5,1	5,5	5,0	5,0	5,2	5,3	5,5	5,5
Brasil	–3,8	–3,6	0,7	2,1	–0,4	0,3	1,0	2,0	2,2	2,0
Mèxic	2,7	2,3	1,9	2,1	2,8	1,8	2,0	1,2	1,5	2,0
Xile	2,3	1,6	1,3	2,6	0,1	0,9	2,1	2,2	2,5	2,6
Rússia	–2,8	–0,2	1,6	1,7	0,5	2,5	1,6	1,9	1,6	1,7
Turquia	6,0	2,9	3,7	3,2	5,0	4,0	3,0	2,9	3,0	3,1
Polònia	3,9	2,7	4,1	3,1	4,2	4,3	4,5	3,4	3,1	2,8
Sud-àfrica	1,3	0,4	0,6	1,6	0,7	0,2	0,5	0,9	1,5	1,6
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	2,8	3,2	3,3	3,2	3,0	3,2	3,5	3,2	3,4
Països desenvolupats	*0,3*	*0,8*	*1,6*	*1,7*	*1,9*	*1,6*	*1,5*	*1,5*	*1,5*	*1,7*
Estats Units	0,1	1,3	1,9	2,0	2,5	1,9	1,7	1,5	1,3	2,0
Zona de l'euro	0,0	0,2	1,6	1,6	1,8	1,5	1,4	1,5	1,4	1,6
Alemanya	0,1	0,4	1,7	1,7	1,9	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
França	0,1	0,3	1,3	1,4	1,5	1,0	1,2	1,4	1,3	1,5
Itàlia	0,1	0,0	1,5	1,3	1,4	1,6	1,4	1,5	1,3	1,4
Portugal	0,5	0,6	1,5	1,6	1,4	1,7	1,4	1,5	1,4	1,6
Espanya	–0,5	–0,2	1,8	1,5	2,7	2,0	1,5	1,0	0,6	1,3
Japó	0,8	–0,1	0,3	0,8	0,3	0,4	0,5	0,2	0,8	0,6
Regne Unit	0,0	0,7	2,6	2,4	2,1	2,7	2,6	2,8	2,5	2,5
Països emergents	*4,7*	*4,4*	*4,4*	*4,3*	*4,2*	*4,0*	*4,4*	*4,9*	*4,5*	*4,6*
Xina	1,4	2,0	1,9	2,2	1,4	1,4	2,1	2,9	2,2	2,6
Índia	4,9	4,9	3,5	3,9	3,6	2,2	3,5	4,8	4,8	4,1
Indonèsia	6,4	3,5	3,9	4,3	3,6	4,3	3,9	3,9	3,8	4,3
Brasil	9,0	8,8	3,8	4,3	4,9	3,6	3,2	3,5	4,5	4,2
Mèxic	2,7	2,8	5,8	3,8	5,0	6,1	6,2	6,0	4,0	3,8
Xile	4,3	3,8	2,6	3,1	2,8	2,3	2,6	2,6	3,0	3,1
Rússia	15,5	7,1	4,3	4,6	4,6	4,2	4,2	4,1	4,2	4,5
Turquia	7,7	7,8	10,4	7,9	10,2	11,5	10,4	9,5	8,4	8,2
Polònia	–0,7	–0,2	1,7	2,3	1,7	1,5	1,7	2,0	2,1	2,3
Sud-àfrica	4,6	6,3	5,5	5,3	6,3	5,3	5,0	5,3	4,7	5,1

Previsions

Economia espanyola

	2015	2016	2017	2018	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	2,8	3,2	2,5	2,4	2,5	2,5	2,6	2,5	2,6	2,5
Consum de les AP	2,0	0,8	1,1	0,9	0,5	1,3	1,0	1,4	0,9	0,9
Formació bruta de capital fix	6,0	3,1	4,2	3,5	3,9	3,4	4,6	5,0	3,8	3,8
Béns d'equipament	8,8	5,0	5,3	3,5	5,4	4,1	5,4	6,5	3,6	4,0
Construcció	4,9	1,9	3,5	3,6	2,9	3,0	3,9	4,1	4,0	3,6
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	3,3	2,8	2,5	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,4	2,4
Exportació de béns i serveis	4,9	4,4	6,3	4,4	7,3	4,5	7,1	6,1	4,2	4,6
Importació de béns i serveis	5,6	3,3	4,8	3,3	5,7	2,8	5,9	4,9	2,6	3,8
Producte interior brut	**3,2**	**3,2**	**3,1**	**2,7**	**3,0**	**3,1**	**3,2**	**3,2**	**3,0**	**2,8**
Altres variables										
Ocupació	3,0	2,9	2,7	2,3	2,5	2,8	2,5	3,1	2,7	2,5
Taxa d'atur (% pobl. activa)	22,1	19,6	17,2	15,5	18,8	17,2	16,3	16,3	16,7	15,5
Índex de preus de consum	–0,5	–0,2	1,8	1,5	2,7	2,0	1,5	1,0	0,6	1,3
Costos laborals unitaris	0,2	–0,4	–0,1	1,0	0,0	–0,4	–0,2	0,3	0,3	1,2
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,4	1,9	2,0	1,8	1,9	1,7	1,8	2,0	1,9	1,9
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	2,0	2,1	2,2	2,0	2,1	1,9	2,0	2,2	2,1	2,1
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	1,11	1,94	0,79	1,05	1,25	1,33	1,58	1,83
Líbor 3 mesos	0,32	0,74	1,29	1,99	1,07	1,20	1,34	1,54	1,73	1,20
Líbor 12 mesos	0,79	1,37	1,82	2,43	1,75	1,75	1,76	2,02	2,21	1,75
Deute públic a 2 anys	0,67	0,84	1,41	2,52	1,23	1,28	1,39	1,75	2,09	1,28
Deute públic a 10 anys	2,13	1,84	2,42	3,31	2,44	2,26	2,30	2,69	2,99	2,26
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	–0,26	–0,33	–0,33	–0,32	–0,30	–0,30	–0,30
Euríbor 12 mesos	0,17	–0,03	–0,12	0,00	–0,10	–0,13	–0,14	–0,10	–0,07	–0,04
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,24	–0,58	–0,69	–0,29	–0,78	–0,74	–0,67	–0,57	–0,50	–0,40
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,53	0,10	0,43	0,85	0,34	0,31	0,46	0,60	0,66	0,71
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,11	1,12	1,16	1,07	1,10	1,17	1,16	1,15	1,16
¥/€	134,33	120,30	125,70	130,54	121,05	122,21	129,65	129,91	130,13	130,41
£/€	0,73	0,82	0,87	0,85	0,86	0,86	0,89	0,89	0,87	0,85
PETROLI										
Brent ($/barril)	53,64	45,04	52,65	59,21	54,68	50,92	51,01	54,00	56,83	58,50
Brent (€/barril)	48,33	40,73	46,99	51,07	51,35	46,34	43,92	46,36	49,35	50,58

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

Previsions

CONJUNTURA · Un estiu plàcid als mercats financers

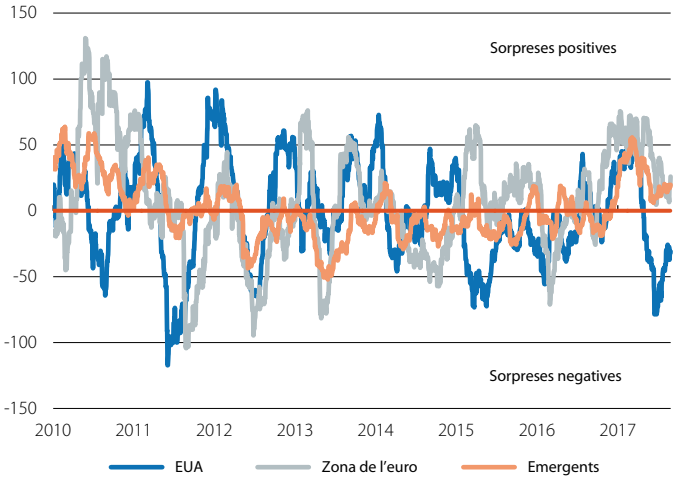
La política monetària torna a escena després d'un període vacacional tranquil. Al juliol i a l'agost, els mercats financers globals van mantenir un to constructiu, en un context de major fermesa de l'escenari macroeconòmic mundial i de baixos nivells de volatilitat financera. A les economies avançades, els inversors compten amb unes millors perspectives econòmiques, gràcies a la major fortalesa de la zona de l'euro i a un avanç de l'activitat als EUA que es manté sòlid. Així, els missatges procedents de la Reserva Federal dels EUA (Fed) i del Banc Central Europeu (BCE) al llarg del juliol i de l'agost van apuntar a reajustaments en la política monetària per als propers mesos. En el cas de la Fed, això passa per l'inici de la reducció del balanç, amb una estratègia que va ser rebuda sense sobresalts pels inversors i que es podria posar en marxa després de la reunió d'aquest setembre. Per la seva banda, a la zona de l'euro, els inversors esperen que la millora de l'escenari econòmic es reflecteixi en un BCE menys acomodatici, amb una reducció gradual del programa de compra d'actius (QE) al llarg del 2018. Finalment, la reorientació de la política monetària de la Fed i del BCE es produeix en un context en què els inversors també han revisat a l'alça les perspectives macroeconòmiques de les economies emergents.

L'escenari no està lliure de riscos, malgrat la baixa volatilitat. Els indicadors de volatilitat, com el VIX (volatilitat en renda variable) i el MOVE (volatilitat en renda fixa), es van mantenir en nivells molt baixos al llarg de l'estiu, amb l'excepció d'un breu repunt arran de l'escalada de tensió geopolítica entre els EUA i Corea del Nord. Aquest episodi, que, a l'agost, es va saldar sense conseqüències greus, serveix de recordatori que la incertesa política es manté com un factor de risc latent. Addicionalment, en els propers mesos, serà clau que s'esvaeixin els dubtes sorgits arran d'alguns indicadors macroeconòmics als EUA per sota del que s'esperava. Això és especialment important per convèncer els inversors que la Fed mantindrà la normalització gradual de les condicions financeres, ja que, actualment, les cotitzacions reflecteixen certs dubtes sobre aquest tema. En la mateixa línia, els elevats nivells assolits per la renda variable nord-americana també són una font de preocupació. Finalment, cal no oblidar que la capacitat de l'OPEP per reduir l'excés d'oferta de petroli i les condicions financeres de la Xina es mantenen com a fonts de risc.

Pausa a les borses de les principals economies avançades. En el context dels importants guanys que acumulen els principals mercats d'accions des de l'inici d'enguany (S&P 500, +10,4%; Nikkei, +2,8%; FTSE 100, +4,0%; DAX, +5,0%; CAC, +4,6%, i Ibex 35, +10,1%), a l'estiu, l'evolució de les borses va estar marcada per una relativa tranquil·litat. Després del menor dinamisme del juny, al juliol, els principals índexs van tenir un to més constructiu, i, a l'agost, es van imposar els baixos volums de negociació. No obstant això, en la setmana del 7 al 13 d'agost,

Índex de sorpreses econòmiques

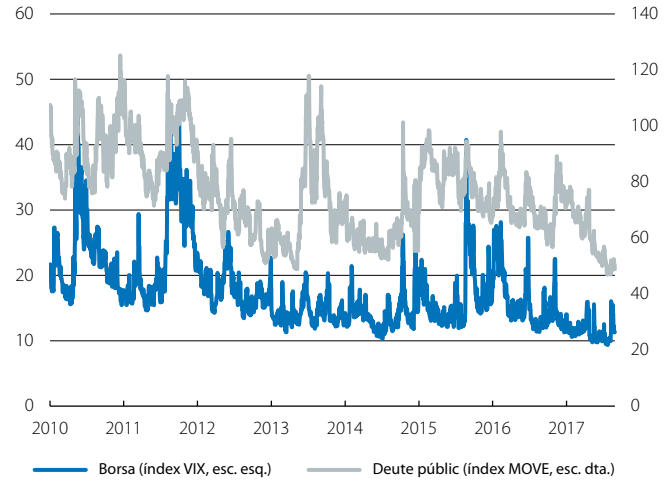
Nivell



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

Volatilitat implícita als mercats financers

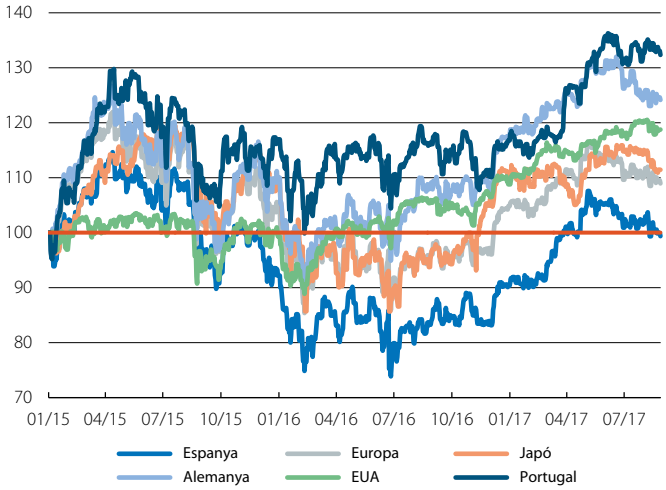
Índex *Índex*



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

Principals borses avançades

Índex (100 = gener 2015)



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

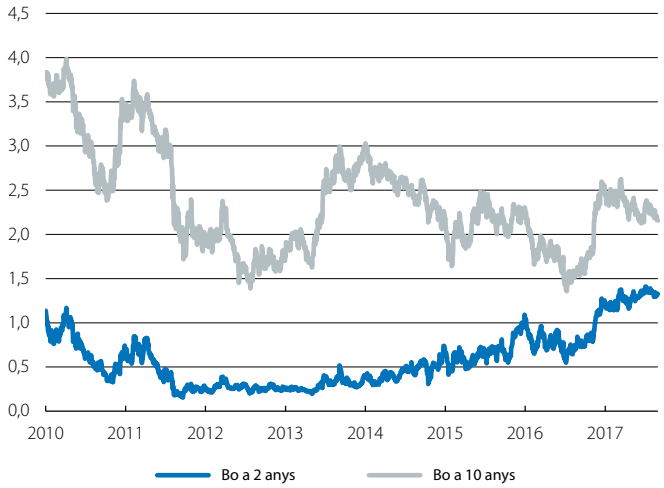
l'escalada de la tensió geopolítica entre els EUA i Corea del Nord es va saldar amb un repunt de la volatilitat i amb reculades a les borses. Per regions, la borsa nord-americana continua marcant màxims, mentre que les borses de la zona de l'euro mostren un to més moderat, i, a Alemanya, en concret, es va mantenir la tendència a la baixa dels últims mesos.

La Fed, llesta per normalitzar el balanç. Els missatges procedents de la Fed al llarg de l'estiu van reiterar la confiança en les perspectives de l'economia nord-americana i la intenció de mantenir la normalització de la política monetària. En la reunió del juliol, el Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) va mantenir el tipus d'interès oficial en l'interval 1,00%-1,25%, tal com s'esperava després d'haver-lo augmentat ja en dues ocasions en la primera meitat de l'any, i va apuntar la intenció de començar a reduir la dimensió del balanç de la Fed «relativament aviat». El consens d'analistes, d'acord amb l'escenari de CaixaBank Research, espera que l'anunci es faci oficial en la propera reunió del setembre. A més a més, les actes de la reunió, així com les declaracions dels membres del FOMC al llarg del juliol i de l'agost, mostren que, malgrat algunes dades per sota del que s'esperava, el FOMC manté un escenari de creixement sòlid de l'activitat i un augment escalonat de la inflació cap a l'objectiu del 2%, per la qual cosa els seus membres van reiterar la conveniència de mantenir els augments graduals del tipus de referència en els propers trimestres. No obstant això, al costat d'aquests missatges de la Fed, contrasta la continuïtat, durant els mesos de juliol i d'agost, de la dinàmica a la baixa dels tipus d'interès del deute sobirà nord-americà, més intensa en els venciments a més llarg termini.

El BCE prepara un redisseny de la política monetària amb més confiança en les perspectives de la zona de l'euro. Com s'esperava, en la reunió del juliol, el BCE no va realitzar canvis en els paràmetres de la política monetària i va remarcar que la implementació del QE prosseguirà fins al final d'enguany segons les previsions (compres netes per valor de 60.000 milions d'euros mensuals). No obstant això, tant en aquesta reunió com al llarg de l'estiu, el BCE ha reforçat el missatge d'unes perspectives més fermes per a l'activitat de la zona de l'euro. A més a més, després de millorar els riscos al voltant de l'escenari de creixement, els últims missatges del BCE indiquen, també, una major confiança en la recuperació a mitjà termini de la inflació, basada en l'avanç de l'activitat i en la desaparició de llastos temporals. Per aquest motiu, en la roda de premsa posterior a la reunió del juliol, Draghi va indicar que aquesta tardor el BCE discutirà el disseny de la política monetària dels propers trimestres i va emfatitzar la intenció que es basi en una estratègia de persistència, paciència i prudència. Amb això, apunta a una retirada gradual de l'estímul que no comprometi la millora de les perspectives econòmiques de la zona de l'euro. Atesos aquests anuncis, els mercats de deute sobirà de la zona de l'euro van mantenir un bon to al llarg de l'estiu i les primes de risc sobiranes es van mostrar contingudes.

EUA: rendibilitat del deute públic

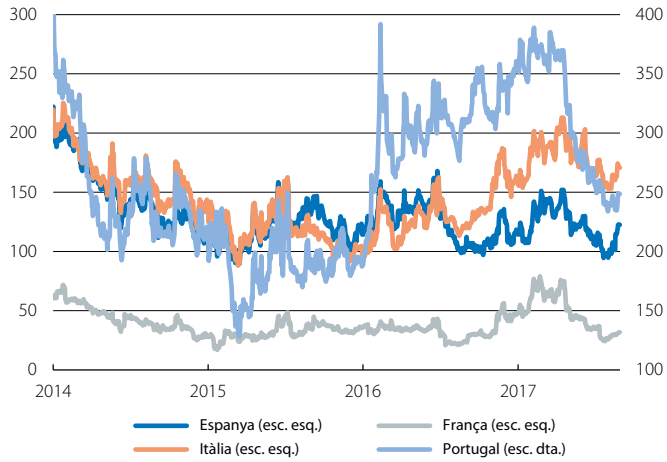
(%)



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

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

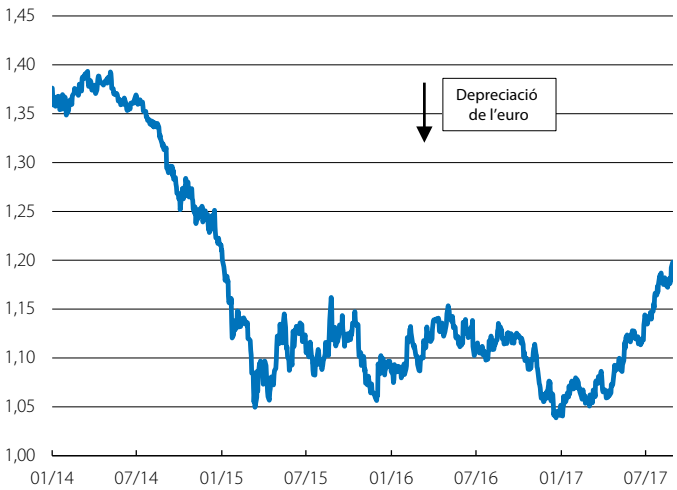
(p. b.) *(p. b.)*



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

Cotització de l'euro enfront del dòlar

(Dòlar-euro)



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

L'euro s'aprecia arran de la major fortalesa econòmica de la zona de l'euro. Al llarg de l'estiu, l'euro va intensificar la tendència a l'apreciació mostrada en els últims mesos, amb el suport de les revisions a l'alça de l'escenari macroeconòmic de la zona de l'euro. Al llarg del juliol i de l'agost, l'euro no solament va assolir màxims dels dos últims anys en el canvi amb el dòlar (va arribar a superar de forma puntual els 1,20 dòlars), sinó que, en relació amb una cistella de 19 divises corresponents als principals socis comercials de la zona de l'euro, va assolir nivells màxims des de l'estiu del 2014.

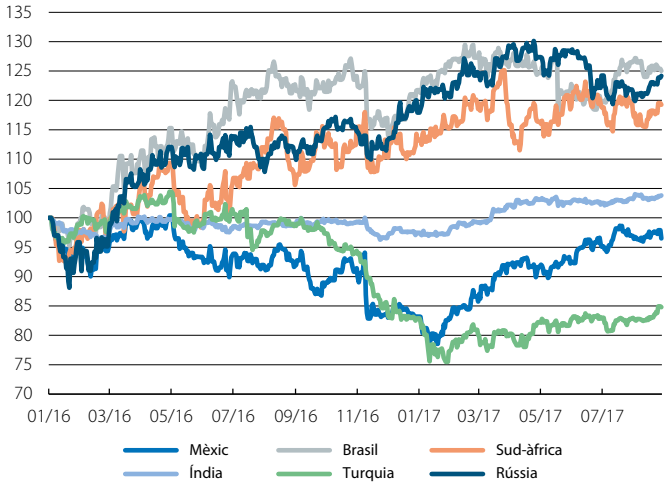
Fortalesa de les divises emergents. Entre el juliol i l'agost, les divises emergents van mostrar una lleugera tendència a apreciar-se. La millora del creixement econòmic al bloc emergent; la publicació, en els últims mesos, d'alguns indicadors per sota del que s'esperava als EUA, i la persistència de la incertesa que genera l'agenda de la nova Administració dels EUA contribueixen a la feblesa del dòlar i a la fortalesa de les divises de les principals economies emergents en el canvi amb el dòlar. De fet, llevat de la lira turca, totes elles ja han corregit plenament la depreciació patida al final del 2016 arran de la victòria de Trump en les eleccions presidencials nord-americanes. Al llarg de l'estiu, va destacar, en especial, el bon to del real brasiler, amb una apreciació del 4,4% enfront del dòlar entre el juliol i l'agost, que va rebre el suport d'un creixement positiu del PIB brasiler en el 2T 2017 per segon trimestre consecutiu, de manera que el Brasil va abandonar la situació de recessió tècnica.

Les borses emergents avancen a un ritme robust. L'índex global MSCI de la borsa emergent va guanyar el 7,6% en el conjunt del juliol i l'agost. Els avanços van estar liderats per l'Amèrica Llatina i, en concret, pel Brasil (Ibovespa +12,6%), on la borsa partia de nivells baixos arran de la recessió en què es trobava immersa l'economia. També van ser destacables els avanços de la borsa russa (+9,5%), una altra economia que ha abandonat la recessió en els últims mesos i que, a més a més, a l'estiu, es va veure afavorida per la recuperació del preu del petroli.

El preu del petroli repunta i s'estabilitza per damunt dels 50 dòlars per barril. El petroli va començar l'estiu per sota dels 50 dòlars, sense un rumb clar i mostrant una certa feblesa pels dubtes sobre la capacitat de l'OPEP de limitar-ne la producció. No obstant això, després de l'última reunió de l'OPEP al final de juliol, el barril de Brent va rebotar i es va situar al voltant dels 52 dòlars, nivell en què es va mantenir relativament estable al llarg de l'agost. La reunió de l'OPEP es va saldar sense novetats en relació amb Líbia i Nigèria, països membres del càrtel que, malgrat l'augment considerable de la producció en els últims mesos, continuaran al marge de les retallades acordades. No obstant això, l'Aràbia Saudita va anunciar la intenció de retallar de forma considerable les exportacions. Aquest anunci, juntament amb la reducció dels inventaris de cru als EUA, va donar suport a la recuperació del petroli a l'agost per damunt dels 50 dòlars.

Divises emergents enfront del dòlar

Índex (100 = gener 2016)



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

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.*

FOCUS · Quin és el nou tipus d'interès d'equilibri?

Els presidents de la Fed i del BCE, J. Yellen i M. Draghi, han defensat que els tipus d'interès baixos responen no solament a factors cíclics, sinó també a canvis estructurals. Ara que aquests bancs centrals es mouen cap a una política monetària menys acomodatícia, ens preguntem quins són aquests elements estructurals i com influiran en el procés de normalització.

Per aquest motiu, hem d'introduir el concepte de tipus d'interès d'equilibri o natural, definit per Knut Wicksell, al final del segle XIX, com el que equilibra l'oferta d'estalvi i la demanda d'inversió. Per damunt del tipus natural, la demanda d'inversió és insuficient i deprimeix l'activitat i els preus. Per sota del tipus natural, la demanda d'inversió sobreescalfa l'activitat i genera pressions inflacionistes. En altres paraules, és el tipus que situa el creixement de l'economia en el seu potencial i estabilitza la inflació.

Així, el grau d'estímul o d'enduriment monetari que aconsegueix un banc central depèn de com de lluny se situï el seu tipus de referència del tipus natural. El concepte és rellevant, perquè els canvis que afecten l'estalvi i la inversió, ja siguin cíclics o estructurals, incideixen en el tipus d'equilibri i, per tant, en el tipus d'interès que hauria de fixar el banc central per assolir els seus objectius.

No obstant això, el tipus natural és un concepte teòric, i només el podem observar de manera indirecta. De fet, la visió de Yellen i de Draghi es basa en el fet que, en els 40 últims anys, s'ha produït un declivi dels tipus d'interès de mercat sense repunts de la inflació ni un sobreescalfament de la demanda agregada. Per això dedueixen que, si els tipus més baixos observats no han estimulat gaire l'economia, no deuen ser gaire lluny del tipus natural, que també hauria disminuït. Precisament, a partir de tècniques estadístiques que formalitzen aquesta intuïció, s'estima que el tipus d'interès natural ha seguit una tendència a la baixa des del final de la dècada dels vuitanta, tot i que la magnitud exacta d'aquest declivi varia en funció de la metodologia utilitzada.[1]

A més a més, les estimacions mostren que el declivi és generalitzat a les principals economies avançades, si s'apunta a factors globals: alguns haurien augmentat la propensió a estalviar (demografia, preferència per actius segurs i més desigualtat) i uns altres haurien reduït la propensió a invertir (pessimisme sobre el creixement futur i augment del pes de sectors menys intensius en capital físic). El ventall és ampli, però l'evidència empírica disponible destaca, sobretot, el paper de la demografia i de la major preferència per actius segurs.[2]

1. Vegeu Holston, K., Laubach, T. i Williams, J. C. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», FRBSF Working Papers. L'estimació de la tendència a la baixa és robusta al tipus de metodologia utilitzada.

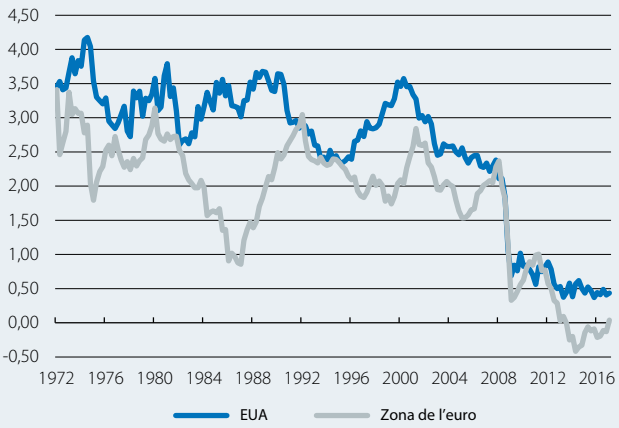
En primer lloc, en les últimes dècades, l'envelliment de la població de les economies avançades ha comportat un augment de la proporció de població en edat de treballar que estalvia per a la jubilació. Paral·lelament, la major longevitat incentiva a estalviar més per a una jubilació més llarga. En un futur, l'envelliment podria tornar a empènyer a l'alça el tipus natural en augmentar la proporció de jubilats, que redueixen el volum dels seus estalvis. No obstant això, vides laborals més llargues o l'expectativa de menors pensions de jubilació podrien continuar pressionant els tipus a la baixa. En qualsevol cas, aquests són processos lents, i, de moment, la demografia mantindrà el llast sobre els tipus d'interès.

En segon lloc, les fluctuacions del tipus natural estan inversament correlacionades amb la incertesa macroeconòmica.[3] En aquest sentit, és rellevant l'augment d'aversió al risc després de les crisis asiàtiques de la dècada dels noranta i de la crisi financera del 2007, que van provocar un increment de la demanda d'actius segurs. No obstant això, amb l'avanç de l'expansió econòmica, l'aversió al risc disminueix i es corregeix la major preferència per actius segurs dels 20 últims anys. A tot plegat es podria afegir l'esvaïment d'altres factors a curt termini que, herència de la recessió, pressionen a la baixa el tipus natural. Per exemple, l'endeutament elevat encara restringeix la capacitat de despesa i d'inversió i redueix la sensibilitat de l'activitat als tipus d'interès.

En definitiva, a curt termini, alguns dels factors que pressionen a la baixa el tipus natural perdran força, però uns altres continuaran presents i donaran suport a una normalització monetària gradual. A llarg termini, serà l'evolució dels factors de fons (demografia, productivitat i desigualtat) la que regirà els paràmetres de la política monetària futura.

Tipus d'interès natural real

(%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Holston, Laubach i Williams (2016).*

2. Vegeu Gagnon, E. *et al.* (2016), «Understanding the New Normal: The Role of Demographics», Consell de la Reserva Federal de Washington, i Del Negro, M. *et al.* (2017), «Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest», Reserva Federal de Nova York.
3. Lansing, J. L. (2017), «R-star, Uncertainty, and Monetary Policy», FRBSF Working Papers.

FOCUS · El dilema de l'OPEP i el final del *contango* al mercat del cru

Els elements que permeten que el preu del petroli es mantingui en cotes relativament baixes són el fort augment de la capacitat de producció dels productors de petroli no convencional i, en especial, l'auge del *shale oil* als EUA. Això és globalment positiu, però els països de l'OPEP veuen com perden quota de mercat i, sobretot, com es deteriora la seva situació fiscal, que, en general, depèn molt dels ingressos del sector petrolier. La resposta dels països de l'OPEP no s'ha fet esperar, però l'estratègia per afrontar l'auge del *shale* és més difícil del que sembla.

D'una banda, els països de l'OPEP intenten augmentar els ingressos procedents del petroli per millorar la situació fiscal. Això, en part, passa per prendre mesures que pressionin el preu a l'alça. Però, d'altra banda, un preu del barril més alt afavoreix als productors de petroli que tenen un major cost de producció, com els de *shale*, per exemple, i els permet augmentar-ne la producció.

Perquè l'estratègia de l'OPEP sigui el més efectiva possible per als seus interessos, no solament és rellevant el preu actual, sinó també el preu esperat en el futur. Això és degut a la diferència en el model de negoci dels diferents productors de petroli. D'una banda, els països de l'OPEP i els seus aliats gaudeixen de costos de producció molt baixos, la vida mitjana dels pous de petroli és relativament llarga i tenen una capacitat de producció força flexible. En canvi, els productors de petroli no convencional, i, en especial, els de *shale*, han d'invertir de forma permanent per mantenir el nivell de producció, ja que la vida mitjana dels pous és relativament curta. Les decisions d'inversió, per tant, estan molt lligades al preu esperat a curt i a mitjà termini, i els costos de finançament, també. Així, quan, per exemple, s'espera un augment del preu, es redueixen els seus costos de finançament i augmenta la seva capacitat d'inversió. En última instància, aquests productors poden assegurar el preu de venda de la producció al mercat de futurs.

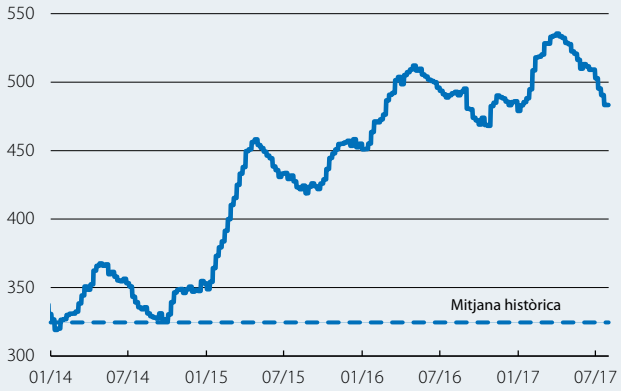
En els últims anys, els preus del petroli han romàs en una situació de *contango*, és a dir, els preus a futur s'han situat per damunt del preu al comptat, la qual cosa ha beneficiat els productors de *shale*. En part, això és degut a la pressió a la baixa sobre el preu *spot* que exerceix el fort excés de reserves. Això explica que l'OPEP anunciés al novembre una retallada de la producció, un acord que, al maig, va ampliar fins al març del 2018.

Sembla que les mesures adoptades pels països de l'OPEP comencen a fer efecte (vegeu el primer gràfic). De tota manera, malgrat que el descens de les existències des de nivells màxims ha estat intens, una part s'explica per efectes estacionals, i el nivell absolut se situa encara lluny de la mitjana històrica de 325 milions de barrils, una xifra que és utilitzada com a referència per valorar quan el mercat està en equilibri. Així mateix, cal destacar que, després de les mesures adoptades per l'OPEP, el mercat de futurs s'ha apropat a una estructura de preus més favorable als interessos dels països del càrtel (vegeu el segon gràfic).

Un cop normalitzat el nivell d'existències, l'OPEP podrà tornar a nivells de producció més elevats, sempre que es faci de forma gradual i, sobretot, sense que generi un nou excés de producció.

*Existències de cru als EUA **

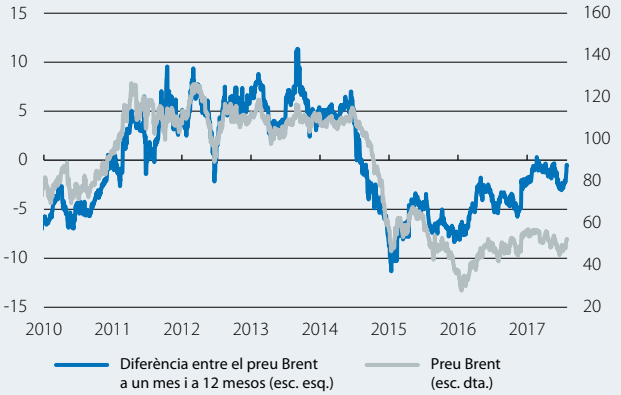
(Milions de barrils)



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

Preu del cru: al comptat i diferencial dels futurs

(Dòlars) *(Dòlars-barril)*



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

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	31-ago	31-jul	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Zona de l'euro					
Refi BCE	**0,00**	0,00	0	0,0	0,0
Euríbor 3 mesos	**–0,33**	–0,33	0	–1,0	–3,0
Euríbor 12 mesos	**–0,16**	–0,15	–1	–7,8	–10,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	**–0,73**	–0,67	–6	7,1	–12,8
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	**–0,73**	–0,68	–5	3,6	–11,2
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	**0,36**	0,54	–18	15,2	42,5
Deute públic a 10 anys (Espanya)	**1,56**	1,50	6	17,6	54,7
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	**120**	96	24	2,4	12,3
EUA					
Fed funds (límit superior)	**1,25**	1,25	0	50,0	75,0
Líbor 3 mesos	**1,32**	1,31	1	32,2	48,1
Líbor 12 mesos	**1,71**	1,73	–2	2,4	15,3
Deute públic a 1 any	**1,22**	1,21	1	40,9	62,9
Deute públic a 2 anys	**1,33**	1,35	–2	14,2	52,5
Deute públic a 10 anys	**2,12**	2,29	–17	–32,4	54,0

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

	31-ago	31-jul	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	**55**	52	3	–16,9	–12,4
Itraxx Financer Sènior	**53**	50	3	–40,1	–36,9
Itraxx Financer Subordinat	**124**	118	6	–97,8	–79,8

Tipus de canvi

	31-ago	31-jul	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
$/€	**1,191**	1,184	0,6	13,2	6,7
¥/€	**130,980**	130,570	0,3	6,5	13,5
£/€	**0,921**	0,896	2,8	7,9	8,5
¥/$	**109,980**	110,260	–0,3	–6,0	6,3

Primeres matèries

	31-ago	31-jul	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	**435,6**	441,7	–1,4	3,0	8,2
Brent ($/barril)	**52,4**	52,7	–0,5	–7,8	11,4
Or ($/unça)	**1.321,4**	1.269,4	4,1	14,7	0,9

Renda variable

	31-ago	31-jul	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	**2.471,7**	2.470,3	0,1	10,4	13,9
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	**3.421,5**	3.449,4	–0,8	4,0	13,2
Ibex 35 (Espanya)	**10.299,5**	10.502,2	–1,9	10,1	18,2
Nikkei 225 (Japó)	**19.646,2**	19.925,2	–1,4	3,2	16,3
MSCI emergents	**1.087,7**	1.066,2	2,0	26,1	21,7
Nasdaq (EUA)	**6.428,7**	6.348,1	1,3	19,4	23,3

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

CONJUNTURA · El creixement mundial es manté ferm

El ritme d'activitat global continua sent robust. Els mesos d'estiu ofereixen escasses sorpreses en matèria d'evolució del cicle de creixement mundial. Així, si tenim en compte els senyals que proporcionen els indicadors d'activitat PMI, el pols econòmic mundial és similar al d'abans de l'estiu, en especial gràcies al suport dels avançats. Els emergents, en canvi, han afluixat una mica el ritme, tot i que cal assenyalar que es mantenen clarament situats per damunt del nivell de 50, la qual cosa implica que la seva activitat està en expansió. Aquesta evolució, que reflecteix de forma adequada el to general de la conjuntura, reforça la visió que l'economia mundial va camí de créixer el 3,5% el 2017. Es tracta d'una acceleració apreciable en relació amb el 2016, quan l'avanç del PIB va ser del 3,1%. Pel que fa al balanç de riscos, continuen a la baixa, ja que els principals fronts oberts abans de l'estiu (geopolítics, polítics i estrictament econòmics) es mantenen sense gaires canvis.

ESTATS UNITS

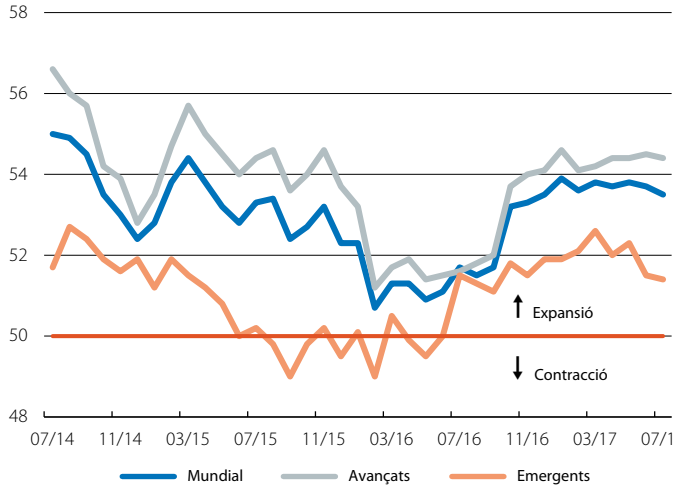
L'economia dels EUA s'accelera en el 2T. En aquest període, el PIB va créixer el 0,8% intertrimestral enfront del 0,3% del 1T. En termes interanuals, el PIB va avançar el 2,2% (el 2,0% en el trimestre precedent), tot i que cal destacar que la variació interanual està afectada a la baixa pel fet que s'ha realitzat la revisió de la sèrie històrica i el nivell del 2015 és més alt del publicat anteriorment. Per components de la demanda, l'acceleració del ritme de creixement va ser deguda, en bona part, a la millora de l'avanç del consum privat i al repunt del consum públic. Així mateix, aquest trimestre, el component d'existències no va contribuir negativament, tal com ho va fer en el 1T. Partint de les dades de comptabilitat nacional del 2T, cal preguntar-se quines són les perspectives immediates de l'activitat als EUA. D'entrada, cal assenyalar que aquesta composició de l'avanç del PIB suggereix que el creixement té recorregut alcista, ja que pivota, en gran part, sobre el consum de les famílies, un macroagregat que representa el 70% del PIB i que, a més a més, acostuma a mostrar inèrcia.

Ritme d'activitat sostingut en el 3T. A la bona composició del creixement en el 2T se li afegeix el fet que els primers indicadors d'activitat del 3T suggereixen que el ritme d'activitat es manté en cotes similars a les del trimestre precedent. En particular, els indicadors de consum palesen que la despesa de les llars es continua mostrant vigorosa. Es tracta, en gran part, del resultat del bon moment del mercat laboral. Així, al juliol, es van crear 209.000 llocs de treball, una xifra que segueix el també dinàmic registre del juny, quan es van sumar a l'economia 231.000 llocs de treball nets. En aquest context laboral expansiu, la taxa d'atur va disminuir en 1 dècima percentual al juliol, fins al 4,3%. L'avanç dels salaris, per la seva banda, es va mantenir en el 2,5% interanual.

Inflació continguda. No deixa de ser paradoxal, si més no en certa mesura, que, en un context de maduresa del cicle econò-

Indicadors d'activitat: PMI

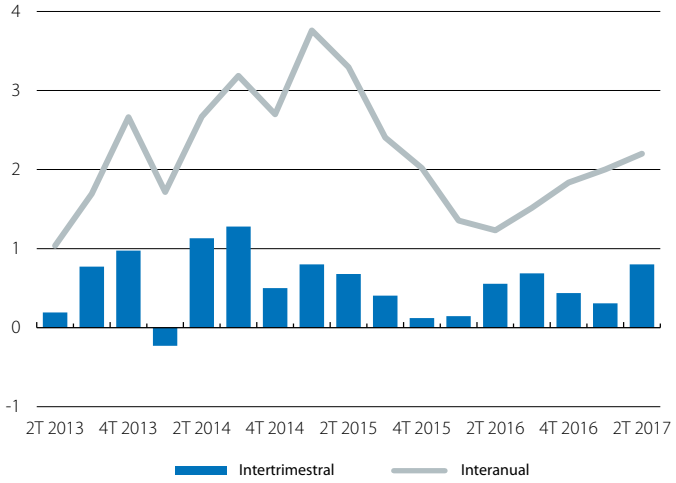
Nivell



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

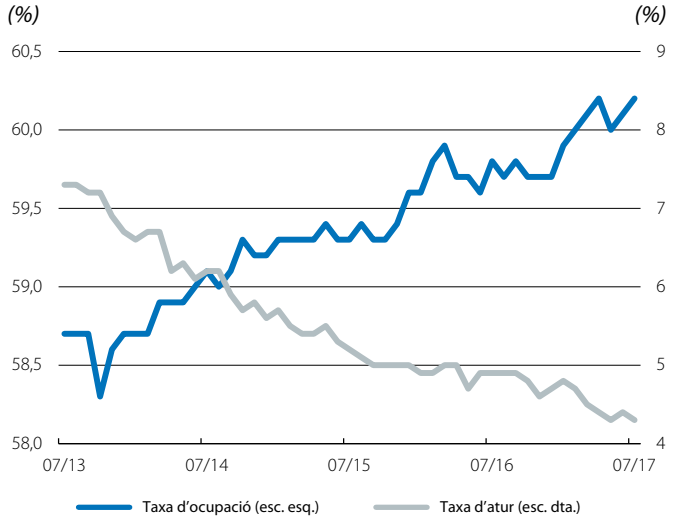
EUA: PIB

Variació intertrimestral i interanual (%)



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

EUA: mercat laboral



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

mic i amb el ritme d'activitat en acceleració, l'evolució de la inflació sigui a la baixa. Si, al gener, l'IPC se situava en nivells el 2,5% superiors als d'un any abans, al juliol, l'avanç interanual era de l'1,7%. Atès que el nucli subjacent (sense aliments ni energia) també s'ha desaccelerat, del 2,3% al gener a l'1,7% al juliol, no cal atribuir a factors volàtils com el petroli la continguda evolució dels preus. En aquest context, quines accions de política monetària cal esperar per part de la Fed? L'element central de la valoració de la Fed, d'acord amb el que es desprèn de les actes del juliol, és la consideració que aquesta remissió de la inflació és un desenvolupament temporal i que, a mitjà termini, es recuperarà cap a la zona del 2% anual. D'aquesta lectura es desprèn que, en els propers mesos, cal esperar l'inici del procés de reducció del balanç del banc central i l'augment gradual del tipus d'interès de referència.

JAPÓ

Fort creixement al Japó. En el 2T 2017, el PIB va avançar un dinàmic 1,0% intertrimestral (el 2,1% interanual), per damunt del 0,4% del trimestre anterior, de manera que s'encadenen sis trimestres consecutius de creixement positiu, situació que no es donava des del 2006. El creixement es va basar en el bon to de la inversió, en especial la pública, i en l'increment del consum privat. A diferència dels trimestres anteriors, les exportacions van recular en termes reals. Més enllà de la rotunditat de la dada, ateses l'absència de reformes estructurals profundes i la pròpia volatilitat de la sèrie de PIB nipona, cal esperar que, en els propers trimestres, el ritme d'avanç, tot i ser positiu, sigui significativament menor. Així mateix, cal esmentar que, com succeeix als EUA, aquest ritme més positiu del creixement coexisteix amb una evolució dels preus que revela la inexistència de tensions inflacionistes (al juliol, creixement del 0,5% interanual).

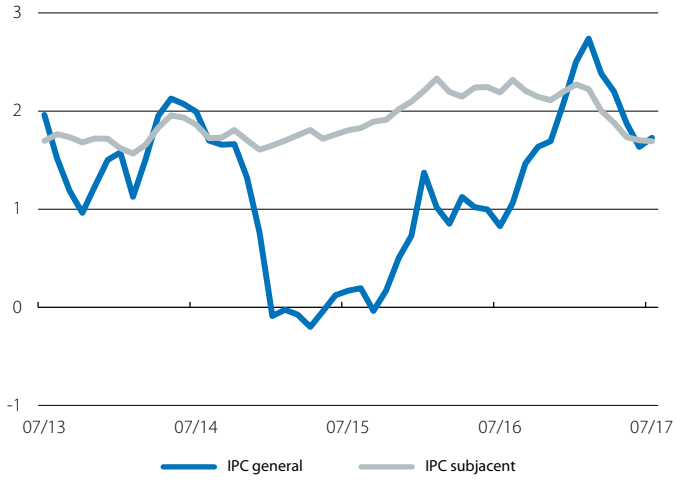
EMERGENTS

To satisfactori dels emergents, tot i que les fonts d'incertesa es mantenen. Tal com s'ha esmentat més amunt, els emergents, en conjunt, mantenen un ritme d'activitat notable. Així ho testifica, per exemple, l'indicador de l'IIF, que estima el creixement agregat dels emergents principals (IIF *growth tracker*) i evidencia que el ritme d'avanç del PIB del conjunt continua sent elevat al final del 2T. A més a més, els indicadors més recents han tendit a ser millors del previst, com ho reflecteixen els índexs anomenats «de sorpreses econòmiques» i que controlen la divergència entre realitat i previsió en les dades macroeconòmiques. Com a resposta a aquest flux d'indicadors més constructius, l'entrada de capitals financers amb destinació als emergents ha tendit a recuperar-se en els últims mesos.

Àsia: en el 2T, l'economia xinesa aguanta el tipus, però l'Índia fluixeja. L'economia xinesa va créixer el 6,9% interanual en el 2T, sense canvis en relació amb el ritme d'avanç del 1T. Les dades de la comptabilitat nacional, juntament amb els indicadors més recents coneguts, avalen que l'economia manté un ritme de creixement elevat i estable. Tampoc s'albiren grans

EUA: IPC

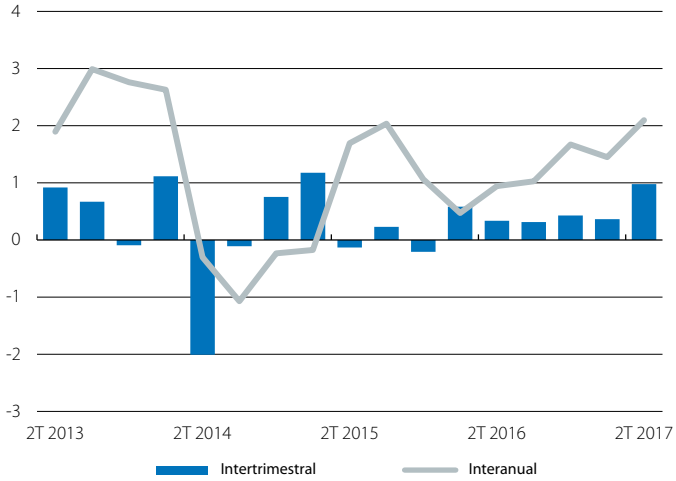
Variació interanual (%)



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

Japó: PIB

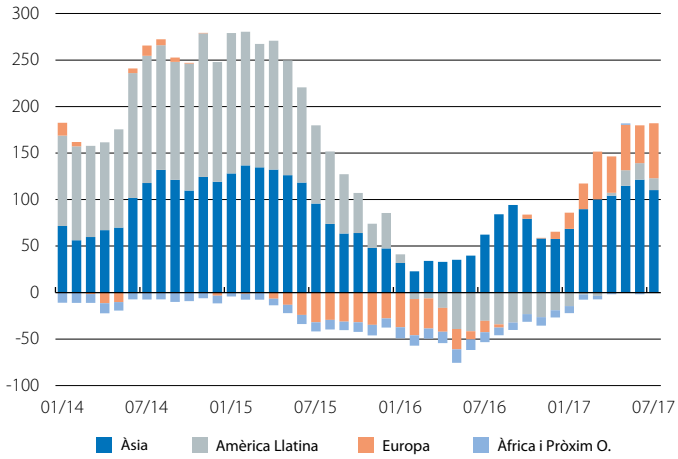
Variació intertrimestral i interanual (%)



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

Emergents: entrades de capitals de cartera *

Acumulat de 12 mesos (milers de milions de dòlars EUA)



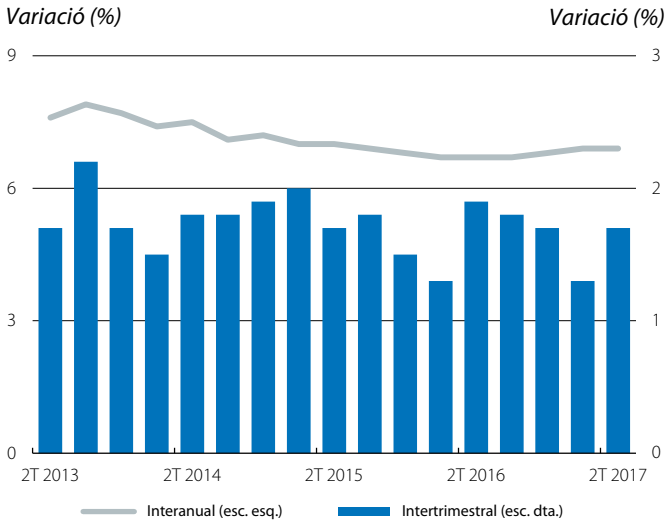
Nota: ** Fluxos de renda variable i de deute.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'IIF.*

canvis en l'àmbit dels preus. Al juliol, l'IPC va avançar l'1,4% interanual, xifra similar a la del juny (l'1,5%). En canvi, en el 2T, el PIB de l'Índia va créixer el 5,7% interanual, per sota del 6,1% del trimestre precedent i de les previsions. Amb aquest, són ja cinc trimestres consecutius en desacceleració. Una de les causes de la pèrdua de ritme econòmic ha estat la introducció del nou impost sobre el consum (GST), que va entrar en vigor l'1 de juliol. Malgrat aquesta tònica de feblesa, a mesura que se superi la seqüència de *shocks* temporals dels últims trimestres (canvi monetari i de la fiscalitat del consum), les perspectives futures són una mica més optimistes.

Rússia, amb el petroli a favor, accelera el creixement. Un dels aspectes que afecta, amb més o menys intensitat, l'evolució econòmica d'alguns dels emergents de referència és la incertesa d'origen polític. Així i tot, cada economia exhibeix aspectes idiosincràtics propis que la diferencien de la resta. Rússia, per exemple, tanca, finalment, la forta crisi del 2015-2016. En el 2T, el creixement va ser del 2,5% interanual, enfront del 0,5% del trimestre anterior. Malgrat que no es disposa del detall de components, la recuperació del preu del petroli és, probablement, una causa fonamental de l'acceleració del creixement. No obstant això, i malgrat la recuperació del PIB, la sensació de fons continua sent de fragilitat en la recuperació, entre altres motius perquè l'economia continua patint pel manteniment de les sancions internacionals, un front que, en un context de tensions territorials a les fronteres russes, podria fins i tot empitjorar.

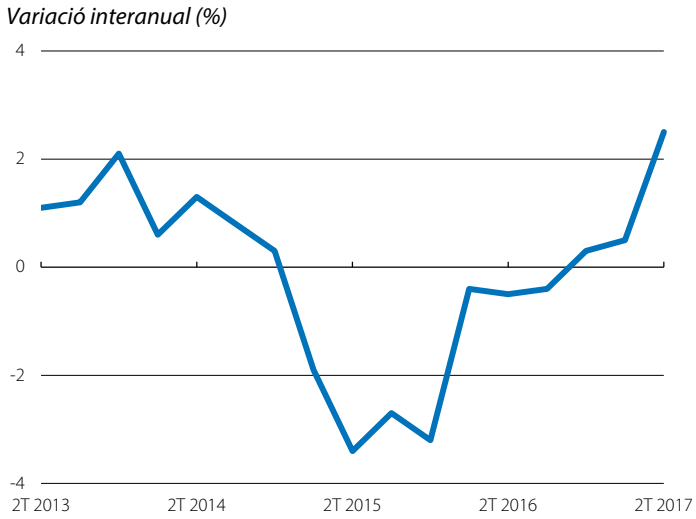
Brasil i Mèxic, llastats per la incertesa. Malgrat que el president Temer va evitar *in extremis* ser jutjat per presumpta corrupció, la incertesa institucional que envolta el gegant sud-americà es manté. En aquest context, els indicadors ratifiquen que l'economia recupera el ritme de creixement, però que ho fa, probablement, a un ritme per sota del que es produiria sense aquesta incertesa. Mèxic, per la seva banda, va passar de créixer el 2,8% interanual en el 1T 2017 a l'1,8% en el 2T. Es constata que el país llatinoamericà comença a notar els efectes de la persistent incertesa política, tant interna (presidencials del 2018) com externa (a l'agost, van començar les transcendentals negociacions del NAFTA).

Xina: PIB



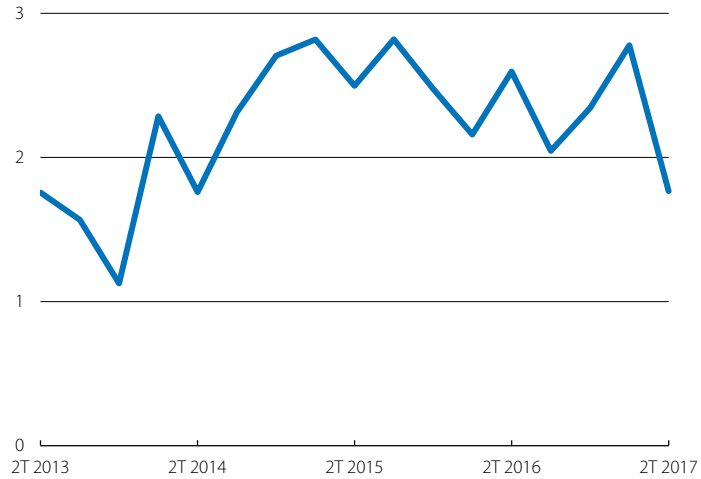
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Oficina Nacional d'Estadística de la Xina.*

Rússia: PIB



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Servei Federal Estadístic.*

Mèxic: PIB



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

FOCUS · Volatilitat financera i incertesa política: qui va dir por?

Un dels temes que ha acaparat més atenció en l'àmbit macrofinancer en els últims mesos ha estat la cohabitació d'una volatilitat financera en mínims històrics i una elevada incertesa política. Però ens ha de sorprendre aquesta aparent paradoxa? Fins a quin punt la volatilitat financera i el risc polític estan relacionats?

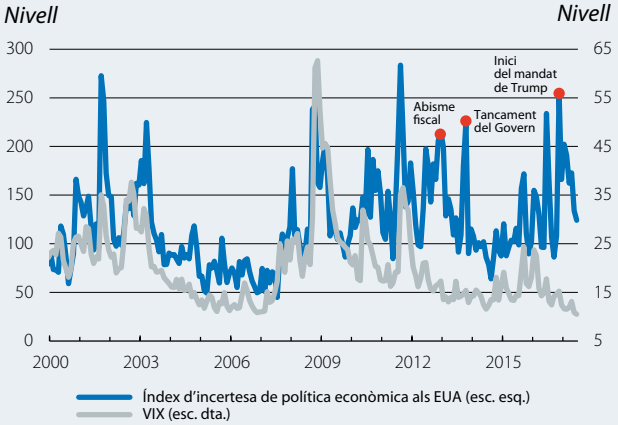
L'indicador més utilitzat per mesurar la volatilitat financera de la borsa nord-americana és l'índex VIX, conegut popularment com l'«índex de la por», que calcula la volatilitat implícita de les opcions sobre les accions que componen l'índex S&P 500. Com es pot observar al primer gràfic, la bretxa entre l'índex d'incertesa de política econòmica nord-americana i el VIX va assolir el màxim històric al gener, coincidint amb la presa de possessió de Donald Trump, i, de llavors ençà, ha baixat de manera sensible. De fet, aquesta bretxa se situa actualment per sota del nivell assolit en dos episodis no gaire llunyans: l'anomenat «abisme fiscal»[1] al final del 2012 i el tancament del Govern dels EUA el 2013, després de la falta d'acord per aprovar els pressupostos. El descens recent de la bretxa s'explica, principalment, per una caiguda de l'índex d'incertesa política als EUA del 39% entre el gener i el juny. Així i tot, malgrat que la incertesa política ha baixat, es manté relativament elevada.

Una forma una mica més rigorosa i sofisticada de mesurar fins a quin punt el VIX és anormalment baix atesa la incertesa política consisteix a comparar el VIX observat amb el VIX predit a partir dels índexs d'incertesa política nord-americana i global. Quan es realitza aquest exercici, el resultat és que, des del juliol del 2016, el VIX predit pels factors polítics sobreestima àmpliament la volatilitat observada.

Els altres dos candidats naturals per explicar el descens del VIX són les condicions macroeconòmiques i les financeres. Així, si realitzem el mateix exercici i comparem el VIX observat amb el VIX predit a partir de les condicions macrofinanceres,[2] obtenim que el VIX predit s'aproxima més al VIX observat en els últims mesos. Així, per exemple, el VIX predit per la incertesa política cometia un error de predicció de 5,90 punts al juny, enfront d'un error de només 2,86 punts en la predicció realitzada a partir de les condicions macrofinanceres.

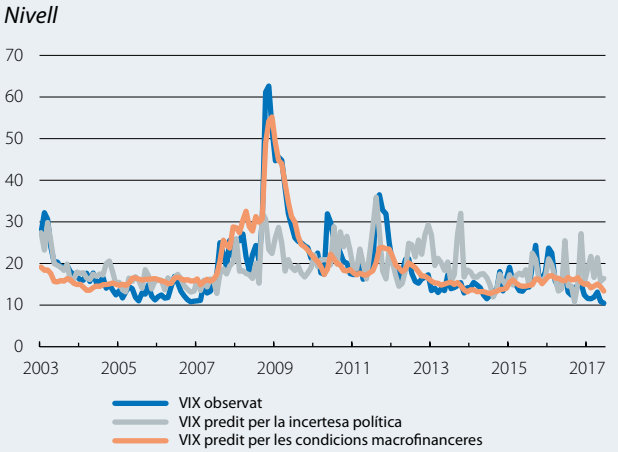
1. Es tracta de la combinació d'augments automàtics en els impostos i de retallades massives en les despeses del Govern dels EUA per reduir el dèficit federal.
2. Les variables macroeconòmiques que incloem són l'índex de sentiment empresarial nord-americà (ISM) i un mesurament de la volatilitat macroeconòmica global construït a partir de l'índex de sorpreses econòmiques del G-10. Mesurem les condicions financeres amb l'índex de la Reserva Federal de Chicago.

Índex VIX i incertesa política *



Nota: ** Índex d'incertesa de política econòmica de Baker, Bloom i Davis.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Saint Louis i de Thomson and Reuters.*

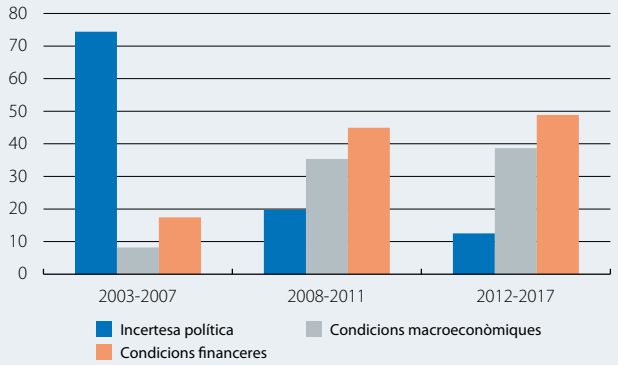
Índex VIX predit per factors polítics i macrofinancers



Font: *CaixaBank Research.*

Factors que expliquen l'índex VIX

Contribució de cada factor (% del total)



Nota: *Els resultats s'obtenen a partir de l'especificació lineal detallada a la nota 3. La variància explicada de la volatilitat financera mensual als EUA es del 76% entre el 2003 i el 2007, del 89% entre el 2008 i el 2011 i del 47% entre el 2012 i el 2017.*
Font: *CaixaBank Research.*

Si s'analitza amb atenció l'evolució del VIX observat i dels VIX predits al segon gràfic adjunt, sembla que, entre el 2003 i el 2007, el VIX predit per la incertesa política s'assemblava força al VIX observat, però, des del 2012, les condicions macrofinanceres dibuixen una trajectòria molt més semblant a la del VIX. Per comprovar si això és així, separem la mostra en tres períodes, és a dir, del 2003 al 2007, del 2008 al 2011 i del 2012 al 2017, i estudiem el pes dels factors polítics, macroeconòmics i financers per explicar la volatilitat financera.[3] Doncs bé, els resultats són ben clars: els factors polítics representaven el 74% de la variància explicada del VIX entre el 2003 i el 2007, però només el 12,5% entre el 2012 i el 2017, i el pes relatiu dels factors macroeconòmics i, en especial, financers ha estat més elevat entre el 2008 i el 2017 que entre el 2003 i el 2007. També cal destacar el descens de la variància explicada del VIX en aquests últims anys: el poder explicatiu dels factors polítics i macrofinancers sobre el total era del 76% entre el 2003 i el 2007 i del 89% entre el 2008 i el 2011, però només del 47% entre el 2012 i el 2017, la qual cosa indica que, actualment, els factors aliens a la incertesa política, a les variables macroeconòmiques i a l'índex de condicions financeres expliquen un major percentatge de la variació del VIX.

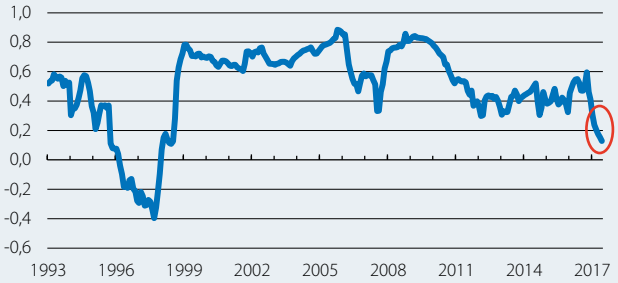
Aquests resultats poden semblar sorprenents, però no ho són tant si es tenen en compte alguns elements. D'una banda, la incertesa política ha pogut perdre pes a l'hora d'explicar la volatilitat financera, ja que, com ho documenten els economistes de la Universitat de Chicago Pastor i Veronesi,[4] ha disminuït la fiabilitat de la informació política i s'ha produït un augment de la dispersió dels missatges polítics. Així, la dificultat d'interpretar la informació política de forma nítida hauria empès els inversors a reaccionar en menor mesura als esdeveniments polítics malgrat l'augment de la incertesa.

De l'altra, les variables financeres haurien pogut guanyar pes en relació amb els factors polítics durant el període 2008-2017 en relació amb el període 2003-2007, a causa de les polítiques monetàries no convencionals (recordem que el primer programa de *quantitative easing* als EUA, el QE1, va arrencar al final del 2008). I és que els programes de compra massiva de bons de la Fed han augmentat la liquiditat del sistema financer, la qual cosa ha donat suport a l'augment del preu d'alguns actius financers i ha ajudat a disminuir els temors al fet que es puguin produir descensos bruscos d'aquests preus, i han provocat, així, una caiguda de la volatilitat.[5]

A l'hora d'explicar la menor variància del VIX entre el 2012 i el 2017, sembla que també cal tenir en compte els elements macrofinancers i el major soroll de la informació política. En particular, l'auge recent dels fons de gestió passiva[6] pot haver estat un factor rellevant, ja que aquests fons es limiten a replicar l'evolució d'un determinat índex i, per tant, redueixen el capital que es compra i es ven diàriament als mercats financers, la qual cosa podria estar mitigant la sensibilitat de la volatilitat financera a determinats vaivens macroeconòmics i financers.

Correlació entre l'índex VIX i la incertesa política als EUA

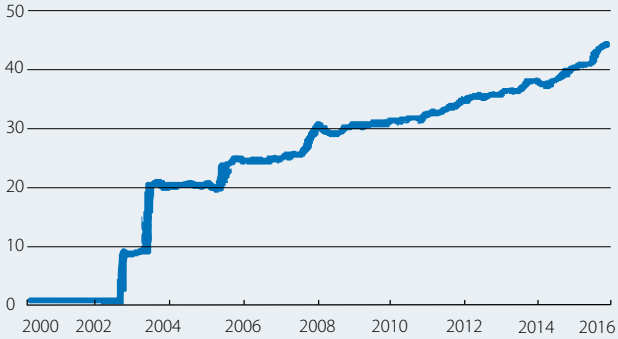
(Índex de correlació)



Nota: *L'índex de correlació entre dues variables pren valors entre -1 i +1 i en mesura el 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. En aquest exercici, es calcula la correlació mòbil en els tres últims anys entre el VIX i l'índex d'incertesa de política econòmica dels EUA.*
Font: *CaixaBank Research.*

Inversions en fons de gestió passiva sobre el total de fons d'inversió als EUA

(%)



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

3. Formalment es planteja la regressió lineal:
$VIX_t = \beta * IPE_t + \gamma * CM_t * + \alpha * ICF_t + \varepsilon_t$. On IPE_t és el vector dels índexs d'incertesa de política econòmica de Baker, Bloom i Davis per als EUA i per al món, CM_t és el vector de variables macroeconòmiques detallades a la nota 2, i ICF_t és l'índex de condicions financeres. Finalment, ε_t és un terme d'error aleatori.
4. Vegeu Pastor, L. i Veronesi, P. (2017), «Explaining the puzzle of high policy uncertainty and low market volatility», VOX Column.
5. Per a més detalls, vegeu Mallick, S., Mohanty, M. S. i Zampolli, F. (2017), «Market volatility, monetary policy and the term premium», BIS Working Papers.
6. La gestió passiva de carteres d'inversió és una estratègia d'inversió, en renda fixa o en renda variable, que busca replicar l'evolució d'un determinat índex. Als EUA, representa gairebé la meitat del capital gestionat pels fons d'inversió i el 14% del valor del mercat borsari.

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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Activitat								
PIB real	2,9	1,5	1,5	1,8	2,0	2,2	–	...
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,8	3,4	3,4	4,0	2,9	4,0	...
Confiança del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	100,7	107,8	117,5	118,1	120,0	122,9
Producció industrial	–0,7	–1,2	–1,2	–0,1	0,6	2,1	2,2	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	51,1	53,3	57,0	55,8	56,3	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.107	1.177	1.150	1.248	1.238	1.165	1.155	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	179	189	189	192	197	198	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,3	4,9	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,4	59,7	59,8	59,7	60,0	60,1	60,2	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,8	–2,8	...	...
Preus								
Preus de consum	0,1	1,3	1,1	1,8	2,5	1,9	1,7	...
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	1,8	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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17
Activitat							
PIB real	1,1	1,0	1,0	1,7	1,4	2,1	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	42,1	42,2	43,4	43,4	43,8
Producció industrial	–1,2	–0,2	1,0	2,8	3,9	5,8	...
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	7,0	6,0	10,0	12,0	17,0	–
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,0	3,1	2,9	2,9	2,8
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	0,5	0,7	0,7	0,6	0,8
Preus							
Preus de consum	0,8	–0,1	–0,5	0,3	0,3	0,4	0,5
Preus de consum subjacent	1,4	0,6	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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17
Activitat							
PIB real	6,9	6,7	6,7	6,8	6,9	6,9	–
Vendes al detall	10,7	10,4	10,5	10,6	10,0	10,8	10,4
Producció industrial	6,1	6,0	6,1	6,1	6,8	6,9	6,4
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	50,2	51,4	51,6	51,4	51,4
Sector exterior							
Balança comercial [1] *(valor)*	608	512	554	512	467	458	456
Exportacions	–2,3	–8,4	–7,0	–5,3	7,8	9,1	7,2
Importacions	–14,2	–5,7	–4,7	2,1	23,9	14,3	11,3
Preus							
Preus de consum	1,4	2,0	1,7	2,2	1,4	1,4	1,4
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,3	6,6	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8

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 *momentum* de la zona de l'euro es materialitza

El creixement econòmic de la zona de l'euro guanya tracció. Després de diversos anys de recuperació tèbia a la zona de l'euro, finalment l'avanç econòmic es generalitza a la majoria de països i es fa més autosostenible després d'una reducció perceptible dels riscos domèstics i d'una millora de la confiança. Reflex d'això són les revisions a l'alça dutes a terme per l'FMI al juliol per a les principals economies de la zona de l'euro. En aquesta mateixa línia, CaixaBank Research també ha millorat les perspectives de l'activitat de la zona de l'euro fins al 2,2% el 2017 i el 2,0% el 2018, una revisió a l'alça després de diversos trimestres amb avanços superiors a la mitjana dels últims anys. Malgrat la reducció dels riscos domèstics, en particular els polítics, continuen existint importants focus d'incertesa global (tant polítics com geopolítics) i obstacles a una acceleració del creixement de la zona de l'euro a més llarg termini, com l'envelliment poblacional o l'elevat endeutament, tant públic com privat. En els propers mesos, en el pla polític, haurem d'estar atents a l'evolució de les negociacions del *brexit*, en particular a la discussió sobre la *brexit bill*, la quantitat que el Regne Unit hauria de pagar a la UE pels compromisos financers ja adquirits. Paral·lelament, podríem assistir a una intensificació de les discussions sobre la necessària reformulació de la UE per augmentar la integració econòmica, qüestió que analitzem amb detall al Dossier d'aquest mes, «El moment d'Europa».

Les dades del 2T confirmen la millora en el ritme de creixement de la zona de l'euro. El PIB de la zona de l'euro va avançar el 2,2% interanual (el 0,6% intertrimestral) en el 2T 2017. El ritme de creixement es va accelerar a les principals economies de la zona de l'euro: a Alemanya, fins al 2,1% interanual; a França, fins a l'1,7% interanual, i, a Itàlia, fins a l'1,5%. A les tres economies, destaca el vigor de la demanda domèstica, tot i que amb menys solidesa en el cas d'Itàlia, vulnerable encara a riscos bancaris i polítics. Fora de la zona de l'euro, a l'Europa de l'Est, destaca Polònia, amb un avanç del 4,4% interanual. Així mateix, es confirma la lleugera desacceleració econòmica del Regne Unit, amb un creixement de l'1,7%, que comença a reflectir l'impacte negatiu del *brexit* sobre l'activitat.

Els indicadors d'activitat mostren que la bona marxa de l'economia continua en el 3T. L'índex de sentiment empresarial compost (PMI) per al conjunt de la zona de l'euro es va situar en els 55,8 punts a l'agost i va mantenir, així, la fermesa mostrada durant la primera meitat de l'any (mitjana de 56,1). Per la seva banda, l'índex de sentiment econòmic (ESI) va augmentar fins als 111,9 punts a l'agost, nivell màxim dels 10 últims anys. Les dades de producció industrial de la zona de l'euro del juny van ser una mica més febles que les del mes anterior, amb una caiguda del 0,6% intermensual, però el quadre global d'indicadors suggereix que l'economia de la zona de l'euro mantindrà un bon ritme de creixement en el 3T.

Unió Europea: previsions de l'FMI

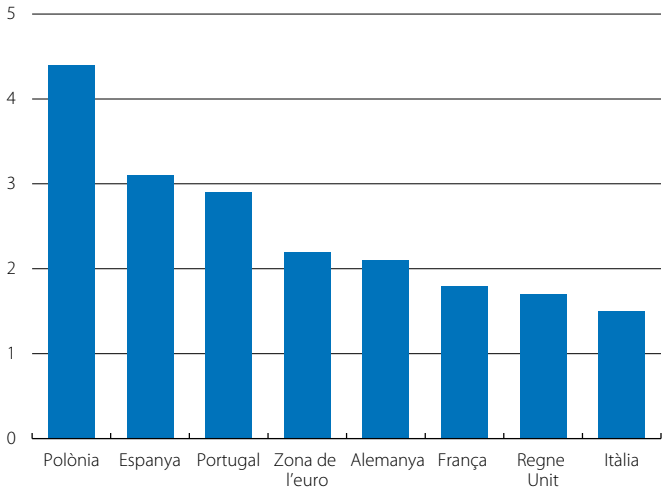
Variació anual (%)

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

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

Unió Europea: PIB del 2T 2017

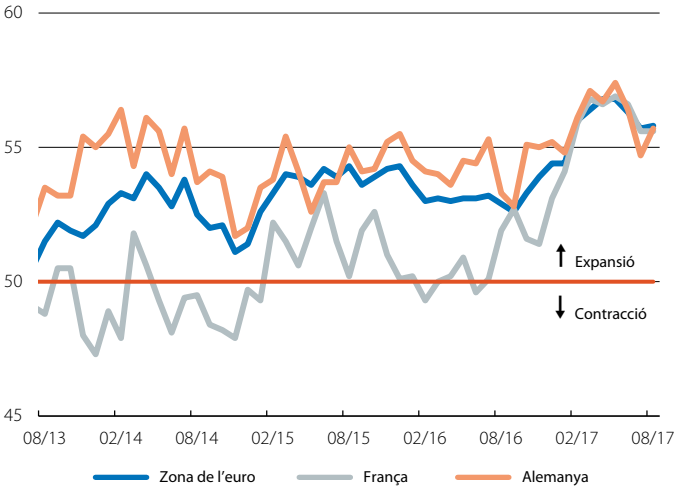
Variació interanual (%)



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

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

Nivell



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

El consum continua sent un important pilar del creixement de la zona de l'euro. Una mostra d'això és l'evolució positiva de les vendes al detall, que van augmentar el 3,1% interanual al juny, 0,7 p. p. per damunt del mateix registre del mes anterior. Així mateix, l'índex de confiança del consumidor per al conjunt de la zona de l'euro va assolir els –1,5 punts al juny, el registre més alt des del maig del 2007. En els propers mesos, esperem que continuï el bon to del consum privat, afavorit per l'entorn de baixos tipus d'interès i per unes millores continuades del mercat laboral.

El bon to de l'economia es reflecteix al mercat de treball. La taxa d'atur de la zona de l'euro es va situar en el 9,1% al juliol, 2 p. p. per sota del nivell de dos anys abans. La millora és generalitzada entre països, malgrat que amb graus diversos i partint de nivells molt diferents. Alemanya, França i Itàlia van reduir la taxa d'atur en gairebé 1 p. p. en aquests dos últims anys. Espanya i Portugal, per la seva banda, van reduir la taxa d'atur en el mateix període en més de 5 i 3 p. p., respectivament, i van mostrar una recuperació molt intensa del mercat laboral. En aquest sentit, cal esmentar el cas de Portugal, que va reduir la taxa d'atur fins al 9,1% al juliol, el mateix nivell que el conjunt de la zona de l'euro.

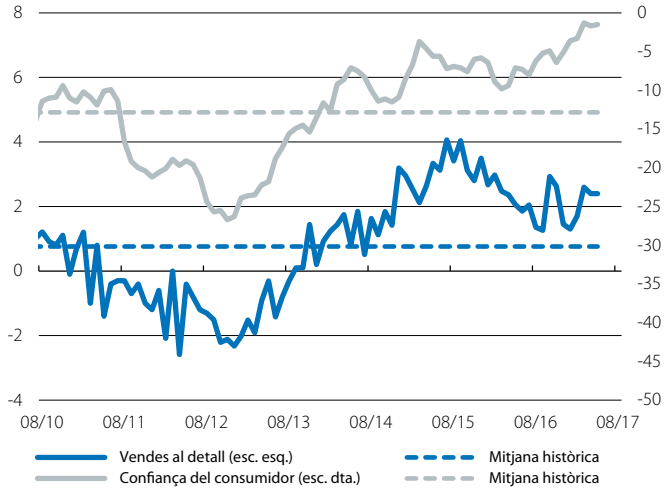
La inflació manté una senda de normalització molt gradual. A l'agost, la inflació general de la zona de l'euro, mesurada per l'índex de preus al consum harmonitzat (IPCH), es va situar en l'1,5%, 0,2 p. p. per damunt del registre del mes anterior, a causa d'una major contribució del component energètic i dels serveis. Per la seva banda, la inflació subjacent, que exclou els components volàtils (energia i aliments no processats), es va mantenir en l'1,3%, el mateix registre que el mes anterior. Esperem que, en els propers mesos, la inflació subjacent, més indicativa de les tendències inflacionistes a mitjà termini, mantingui la senda de recuperació gradual, gràcies al creixement de l'activitat i a les millores al mercat laboral.

CONTINUA LA RECUPERACIÓ ECONÒMICA DE PORTUGAL

El creixement del PIB de Portugal en el 2T va ser del 2,9% interanual, el ritme de creixement més elevat dels 15 últims anys i clarament superior a l'experimentat des de l'inici de la recuperació (el +1,3% de mitjana entre el 4T 2013 i el 4T 2016). Tot i que el creixement es va desaccelerar en termes intertrimestrals fins al 0,3%, això va succeir després de diversos trimestres excepcionalment bons. La contribució de la demanda interna al creixement interanual del PIB en el 2T es va situar en els 2,9 p. p., amb el suport de l'avanç del consum (el 2,1% interanual) i de la forta recuperació de la inversió (el 10,3% interanual). El consum públic, per la seva banda, va recular el 0,9% interanual. La demanda externa, al seu torn, va contribuir en 0,1 p. p. al creixement interanual del PIB, a causa d'un avanç una mica inferior de les exportacions (el 8,2% interanual) i de les importacions (el 7,5% interanual). De cara als propers trimestres, el creixement continuarà tenint el suport de la demanda interna, que gaudeix de més solidesa, gràcies, en

Zona de l'euro: indicadors de consum

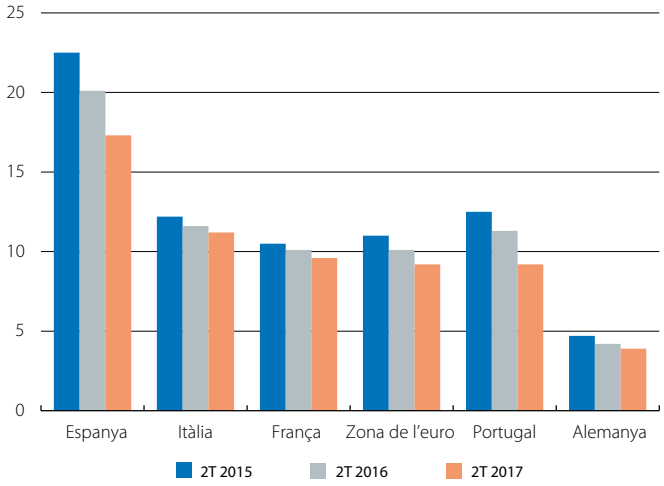
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Taxa d'atur

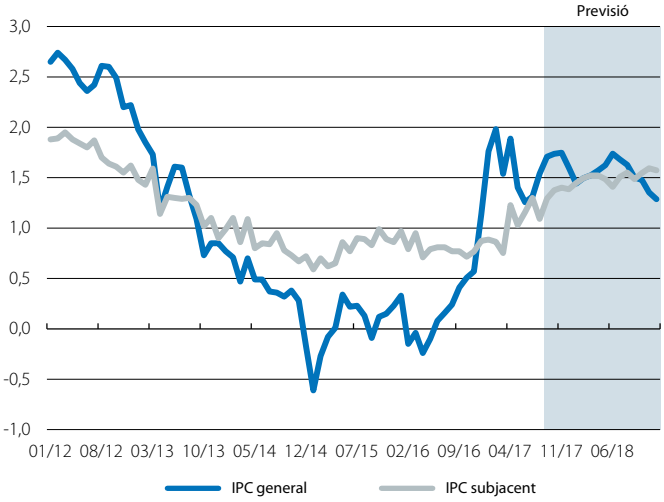
(%)



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.*

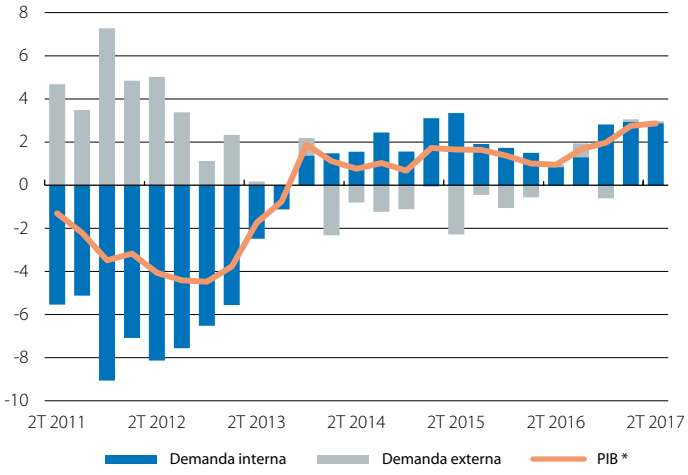
part, a la recuperació gradual del mercat laboral i de la confiança empresarial. La demanda externa també hauria de contribuir positivament al creixement, ja que les exportacions es beneficiaran d'un entorn exterior més favorable, en particular, de la zona de l'euro.

El bon to de l'activitat prossegueix en el 3T. L'indicador coincident d'activitat del Banc de Portugal, que resumeix l'evolució dels indicadors d'alta freqüència del país, mostra una tendència clara a l'alça des del 4T 2016 i, al juliol, va avançar el 3,6% interanual. Aquesta millora clara anticipa que la bona dinàmica de l'activitat es mantindrà en la segona meitat de l'any. Per la seva banda, també al juliol, l'indicador coincident del consum del Banc de Portugal va avançar el 2,6% interanual, i les vendes al detall (excloent les vendes d'automòbils) van registrar un avanç interanual del 3,8%. Els dos indicadors mostren que el bon comportament del consum privat observat en els últims trimestres es manté en el 3T.

El turisme, un element clau en la millora del sector exterior português. El bon moment que viu el turisme global es mostra amb espectacular força a Portugal. Els turistes estrangers van fer més de 40 milions de pernoctacions en establiments hotelers al juliol (acumulat de 12 mesos), un augment de l'11,1% interanual en relació amb el registre de l'any anterior i un rècord de pernoctacions registrades. La majoria de visitants procedeixen del Regne Unit (el 22,9% el 2016), d'Alemanya (el 13,9%), de França (10,6%) i d'Espanya (el 10,3%). Així, el sector turístic guanya pes en el conjunt de l'economia portuguesa: el 2016, va representar el 6,9% del PIB (+0,5 p. p. en relació amb l'any anterior) i té un paper protagonista en la millora del superàvit de la balança de serveis (els ingressos turístics van augmentar el 21% del gener al juliol del 2017 en relació amb el mateix període de l'any anterior).

Portugal: PIB

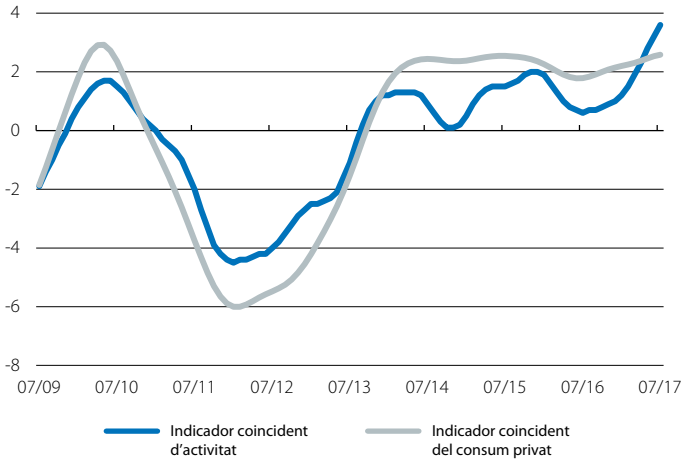
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Portugal: indicadors coincidents d'activitat i del consum privat

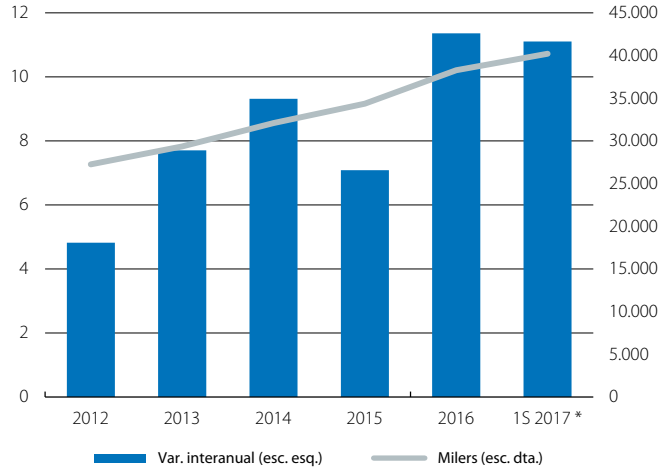
Variació interanual (%)



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

Portugal: pernoctacions de turistes estrangers

Variació interanual (%) *(Milers)*



Nota: ** Acumulat de 12 mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

FOCUS · Mercat immobiliari europeu: de la recuperació a l'ebullició

El mercat immobiliari es recupera a bon ritme a la majoria de països europeus. En els dos últims anys, els preus de l'habitatge a la UE han crescut, de mitjana, el 3,5% anual,[1] percentatge que cal comparar amb les caigudes de l'1,0% anual, de mitjana, entre el 2011 i el 2013. Tot i que aquest increment de preus s'ha produït de manera generalitzada, s'observen diferències significatives en la velocitat d'avanç entre països. En concret, mentre que el ritme de creixement es manté contingut en alguns països, en uns altres s'observa una forta acceleració, fet que genera preocupació sobre el grau de sobreescalfament del sector. Aquest és el cas, per exemple, d'Àustria, de Dinamarca i de Suècia. El Regne Unit és un cas especial. Després d'uns anys de fort creixement, el preu de l'habitatge s'ha començat a alentir (per a més detalls, vegeu el Focus «*Brexit* i correcció al sector immobiliari, un còctel perillós», d'aquest *Informe Mensual*).

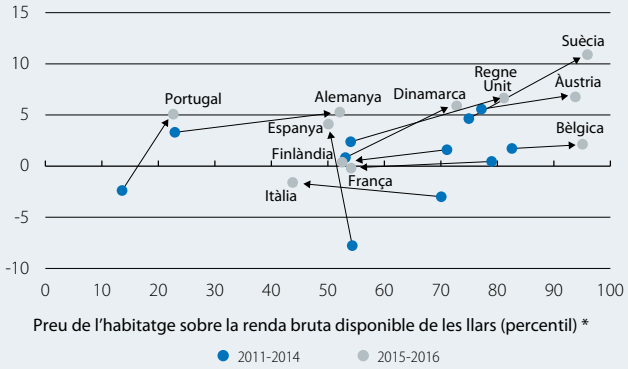
Aquest moviment a l'alça dels preus residencials a Europa és resultat, en part, d'un context econòmic més favorable. En concret, el creixement econòmic a la UE ha guanyat fermesa en els últims anys: del 0,8% anual de mitjana entre el 2011 i el 2014 a l'1,9% el 2016. Les millors perspectives econòmiques, juntament amb la positiva evolució del mercat laboral,[2] s'han traduït en un augment de la renda disponible i de la riquesa de les llars, la qual cosa ha enfortit la demanda d'habitatge. D'altra banda, la recuperació del sector immobiliari és també resultat del manteniment d'unes condicions financeres molt acomodaticíes, propiciades per la política monetària del BCE, amb tipus d'interès en mínims històrics.[3]

De cara als propers trimestres, tant el quadre macroeconòmic favorable com l'entorn de tipus d'interès baixos continuaran donant suport a la bona marxa del sector i dels preus. No obstant això, en alguns països, com Àustria, Bèlgica, Dinamarca i Suècia, el manteniment d'aquesta tendència o la seva intensificació serien un focus de preocupació. En efecte, la ràtio del preu de l'habitatge sobre la renda bruta de les llars –un indicador d'accés a l'habitatge– suggereix que, en aquests països, els preus s'apropen ja als màxims històrics (vegeu el gràfic adjunt) i el nivell d'endeutament de les llars també és relativament alt (vegeu la taula adjunta).

Atès que aquesta tendència alcista dels preus pot tenir implicacions importants per a l'estabilitat financera i macroeconòmica, és probable que augmenti la pressió perquè comenci el procés de normalització monetària i/o perquè s'implementin eines macroprudencials.

Preu i indicador d'accés a l'habitatge

Variació interanual del preu de l'habitatge (%)



Nota: ** Denota el percentatge d'observacions històriques per sota del valor en els períodes indicats. Per calcular els percentils, utilitzem dades trimestrals que comencen el 1995 per a tots els països, llevat d'Àustria (2000).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'OCDE.*

Taula d'indicadors relacionats amb el sector immobiliari

	Dinamarca	Suècia	Finlàndia	Regne Unit	Alemanya	França	Àustria	Bèlgica
Pes del sector								
Construcció i serveis immobiliaris (% del PIB)	15,0	14,8	19,6	19,1	15,7	18,5	16,9	14,0
Llars								
Ràtio d'endeutament sobre la renda bruta disponible (%, 2015)	243,5	156,9	112,6	124,0	82,3	88,3	86,4	101,3
Cost de servir el deute sobre la renda bruta disponible (%, 2016) *	16,1	11,1	7,1	9,7	18,7	6,2	–	7,9
Taxa d'estalvi (%)	11,7	18,5	5,5	5,2	17,3	14,2	13,8	12,2
Sector bancari								
Ràtio de morositat (% total de préstecs)	2,9	0,8	1,6	1,8	2,4	3,5	4,8	2,9
Ràtio de palanquejament	4,3	4,4	6,7	5,1	4,5	4,8	6,2	5,0
Capital (CET1, *fully loaded*)	16,4	20,9	20,0	14,4	14,2	13,8	13,9	13,1
Crèdit hipotecari (% del PIB)	104,4	65,8	44,2	64,5	36,3	42,5	28,5	33,0
Crèdit hipotecari (variació interanual, %, 2016)	1,2	6,8	2,5	–7,9	3,7	3,5	4,3	8,6

Nota: ** El cost inclou el pagament d'interessos més l'amortització del principal.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, del BIS, de l'EBA i del BCE.*

1. En termes nominals.
2. La taxa d'atur s'ha reduït de gairebé l'11% del 2013 al 7,7% el 2016.
3. Així mateix, en alguns països, alguns factors idiosincràtics (regulació, sistema impositiu...) també han jugat un paper important.

FOCUS · *Brexit* i correcció al sector immobiliari, un còctel perillós

El Regne Unit travessa un període delicat. En un context dominat per la incertesa derivada del *brexit*, les dades que apunten a un refredament del sector immobiliari generen preocupació (vegeu el gràfic adjunt). Sens dubte, un possible enfonsament del preu de l'habitatge és un risc per a la bona marxa de l'economia. D'una banda, els sectors que es veurien més afectats, construcció i serveis immobiliaris, representen al voltant del 19% del PIB. De l'altra, l'habitatge és un dels actius més utilitzats com a garantia de crèdit, de manera que una caiguda del seu preu redueix la capacitat d'endeutament de les llars i de les empreses i, per tant, erosionaria el creixement del consum i de la inversió. En un context alcista del mercat de l'habitatge a nivell europeu (per a més informació, vegeu el Focus «Mercat immobiliari europeu: de la recuperació a l'ebullició», en aquest mateix *Informe Mensual*), dos factors específics del Regne Unit expliquen, en gran part, el canvi de tendència del sector immobiliari del país.

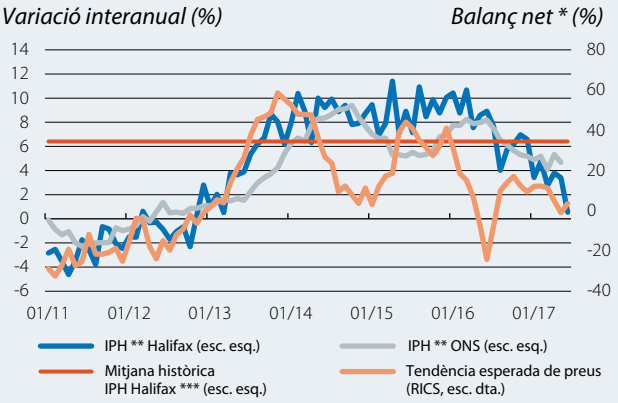
En ordre cronològic, el primer factor va ser la modificació de l'impost sobre les transaccions patrimonials, l'anomenat *Stamp Duty Land Tax* (SDLT). Aquest impost és proporcional al valor de la propietat i s'aplica només a propietats amb un valor superior a les 125.000 lliures. Al final del 2015, el Govern va decretar un augment de la taxa de 3 p. p. per a les compravendes de segones residències i d'habitatges *buy-to-let* (habitatges comprats amb l'única finalitat de llogar-los) amb efecte a partir de l'abril del 2016. Arran d'això, el mercat immobiliari es va refredar després de la punta d'activitat assolida just abans de l'entrada en vigor de la nova llei.[1]

L'altre factor important és, naturalment, el *brexit*. Després del referèndum, la lliura ha caigut de manera substancial, la qual cosa, a mesura que l'impacte de la depreciació s'ha anat transmetent en la cadena de preus, ha comportat un augment de la inflació i una reducció del poder adquisitiu de les llars, que, al seu torn, ha propiciat una reducció de la demanda al sector immobiliari. A això cal afegir el menor creixement de la inversió dels britànics i dels inversors internacionals que s'ha produït arran de l'efecte incertesa del *brexit*.

En la mesura que esperem que la desacceleració econòmica que el Regne Unit pateix a causa del *brexit* serà limitada, el refredament del sector immobiliari també hauria de ser moderat. En primer lloc, perquè, malgrat que sembla que avui dia les posicions estan molt allunyades, l'escenari més probable és que les negociacions entre el Regne Unit i la UE comportaran un *brexit* que permetrà al Regne Unit mantenir un accés raonable al mercat únic. En segon lloc, perquè el sector bancari del Regne Unit gaudeix d'una bona capitalització, i és molt probable que el Banc d'Anglaterra mantingui una política monetària acomodatícia amb pujades molt graduals del tipus d'interès. Finalment, el context internacional, marcat per la recuperació econòmica de la UE, també hi ajuda.

No obstant això, la probabilitat que la correcció del preu de l'habitatge acabi sent més àmplia del que s'esperava no és menyspreable. En primer lloc, perquè la demanda d'habitatge es troba en una posició delicada. L'endeutament de les llars és elevat, amb una ràtio de deute sobre els ingressos de les més altes entre els països desenvolupats, i la taxa d'estalvi ha assolit un mínim històric de l'1,7%.[2] Si la desacceleració econòmica fos més intensa del previst o si el Banc d'Anglaterra hagués d'apujar tipus d'una forma més agressiva del que s'espera (a causa d'un repunt de la inflació), les llars disposarien d'un escàs marge de maniobra. L'auge de les hipoteques *buy-to-let* és un altre factor de risc. Del total del saldo de crèdit hipotecari, aquestes hipoteques han passat de representar el 8,5% el 2007 al 15,6% el 1T 2017. Aquest segment del mercat, en ser més sensible als canvis en la rendibilitat esperada dels seus actius, pot generar fortes pressions a la baixa del preu de l'habitatge en un context recessiu del sector.

Regne Unit: preu de l'habitatge



Notes: ** Balanç net indica el percentatge net d'enquestats que esperen una pujada de preu de l'habitatge en els propers mesos. ** IPH significa índex del preu de l'habitatge. *** Mitjana des del gener del 1996. No considerem la mitjana de la sèrie d'ONS, ja que comença al gener del 2006.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Halifax, d'ONS i de la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS).*

1. Segons les dades d'HM Revenues & Customs, la mitjana de transaccions d'habitatges entre el gener del 2014 i el febrer del 2016 va ser de 102.000 immobles per mes. Al març del 2016, va haver-hi 170.000 transaccions. Amb posterioritat, fins al juny d'enguany, s'han realitzat una mitjana de 97.000 transaccions per mes.

2. Segons les dades de l'OCDE del 2015, les llars del Regne Unit són les més endeutades, després de les canadenques, dins el grup de països del G-7.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Vendes al detall *(variació interanual)*	2,6	1,4	1,0	2,2	1,9	2,6	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	2,1	1,5	1,1	2,3	1,4	2,5	...	...
Confiança del consumidor	–6,1	–7,7	–8,3	–6,5	–5,5	–2,7	–1,7	–1,5
Sentiment econòmic	104,2	104,8	104,2	106,9	108,0	110,0	111,3	111,9
PMI manufactures	52,2	52,5	52,1	54,0	55,6	57,0	56,6	57,4
PMI serveis	54,0	53,1	52,6	53,4	55,1	55,8	55,4	54,9
Mercat de treball								
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,0	1,4	1,3	1,4	1,5	...	–	...
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	9,9	9,7	9,5	9,2	9,1	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	4,1	4,0	3,9	3,8	3,7	...
França *(% pobl. activa)*	10,4	10,0	9,9	10,0	9,6	9,6	9,8	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,6	11,8	11,6	11,3	11,3	...
Espanya *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	19,3	18,7	18,2	17,3	17,1	...

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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17	07/17
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,7**	**3,8**	**3,7**	**3,7**	**3,5**	**3,5**	**3,4**	**...**
Alemanya	8,5	8,4	8,6	8,4	8,3	7,9	7,9	7,8	...
França	–0,4	–0,9	–1,1	–0,9	–1,0	–1,0	–0,9	–1,0	...
Itàlia	1,4	2,6	2,5	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	...
Espanya	1,4	1,9	1,8	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**91,7**	**94,3**	**94,8**	**94,5**	**93,7**	**93,7**	**95,5**	**96,3**	**97,6**

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	3T 2016	4T 2016	1T 2017	04/17	05/17	06/17	07/17
Finançament del sector privat									
Crèdit a les societats no financeres[1]	–0,3	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	2,5	2,0	2,4
Crèdit a les llars[1, 2]	0,7	1,7	1,8	1,9	2,3	2,5	2,6	2,6	2,6
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[3] *(%)*	1,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,2	1,3	1,3
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	1,7	1,7	1,7	1,8
Dipòsits									
Dipòsits a la vista	11,1	10,0	9,5	9,3	9,5	10,2	10,3	10,7	10,1
Altres dipòsits a curt termini	–3,8	–1,9	–1,2	–2,0	–2,3	–2,9	–2,8	–3,0	–3,2
Instruments negociables	2,6	2,7	5,4	4,2	5,7	1,1	1,6	–0,6	–2,8
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4

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

CONJUNTURA · L'activitat econòmica avança a bon ritme

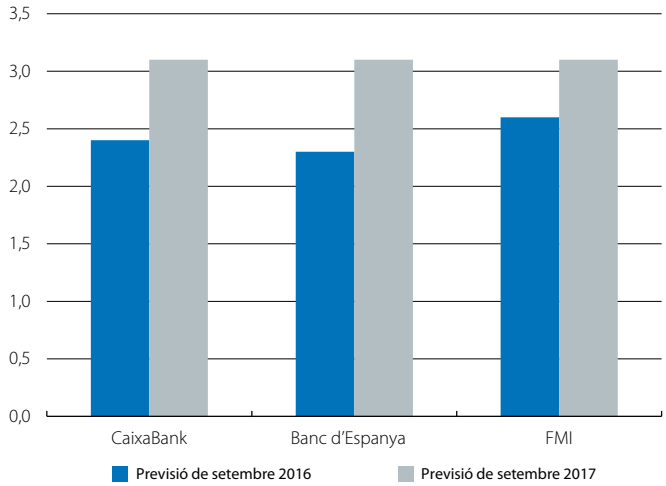
L'avanç del PIB guanya tracció. En el 2T, l'economia espanyola va accelerar el ritme de creixement fins al 0,9% intertrimestral, 1 dècima per damunt del registre del 1T. Per al conjunt de l'any, CaixaBank Research espera un creixement del 3,1%, una previsió que coincideix amb les del Banc d'Espanya i de l'FMI, després que aquesta última institució revisés a l'alça les previsions de creixement al juliol (0,5 p. p.). L'excepcional trajectòria de l'economia espanyola, que acumula ja tres anys creixent per damunt del 3%, és possible gràcies a la confluència de factors externs i interns que, ara com ara, no sembla que mostrin símptomes d'esgotament. A nivell intern, les reformes estructurals i els guanys en competitivitat tenen un impacte positiu i durador sobre el creixement econòmic. L'entorn exterior favorable també dóna suport al bon funcionament de l'economia espanyola. En aquest sentit, destaquen l'acceleració de l'activitat econòmica dels països de la zona de l'euro, un preu de petroli que es manté en cotes relativament baixes i un procés de normalització monetària a la zona de l'euro que s'espera que sigui molt gradual. Per a l'any vinent, CaixaBank Research preveu que el creixement del PIB es mantindrà robust, en el 2,7%.

El consum privat recupera el protagonisme. El desglossament del PIB pel costat de la demanda mostra que la contribució de la demanda interna al creixement interanual en el 2T va ser de 2,4 p. p., 1 dècima superior a la del 1T i coherent amb la previsió de CaixaBank Research. Tal com s'esperava, el consum privat va recuperar el protagonisme i va créixer el 0,7% intertrimestral després de la desacceleració puntual experimentada en el 1T. La inversió, per la seva banda, va alentir el creixement (el 0,8% intertrimestral) arran de la desacceleració de la inversió en equipament. Aquest alentiment entra dins de la variabilitat habitual de la sèrie i no fa canviar la visió a mitjà termini sobre la seva evolució favorable. Paral·lelament, la inversió en construcció va mantenir un ritme de creixement similar al del 1T. La demanda externa, per la seva banda, va mantenir una aportació positiva al creixement interanual del PIB de 0,7 p. p., malgrat que les dades de les exportacions i de les importacions, que solen presentar una alta variabilitat, van ser més febles del que s'esperava.

El mercat laboral manté un to positiu, coherent amb el creixement de l'activitat econòmica. En el 2T, la creació d'ocupació va augmentar un notable 0,9% en termes desestacionalitzats, segons l'EPA, la qual cosa va situar el nombre d'ocupats en els 18,8 milions, tal com els bons registres d'afiliació a la Seguretat Social durant aquests mesos feien preveure. D'aquesta manera, la taxa de variació interanual dels ocupats va pujar al 2,8% (el 2,3% en el 1T). L'augment de l'ocupació va permetre que la taxa d'atur es reduís de manera significativa, fins al 17,2%, i acumula ja un descens de 2,8 p. p. en l'últim any, la qual cosa ha permès que el total d'aturats se situï per sota dels quatre milions per primera vegada des de l'inici de la crisi. Aquest descens consi-

Previsió de creixement del PIB el 2017

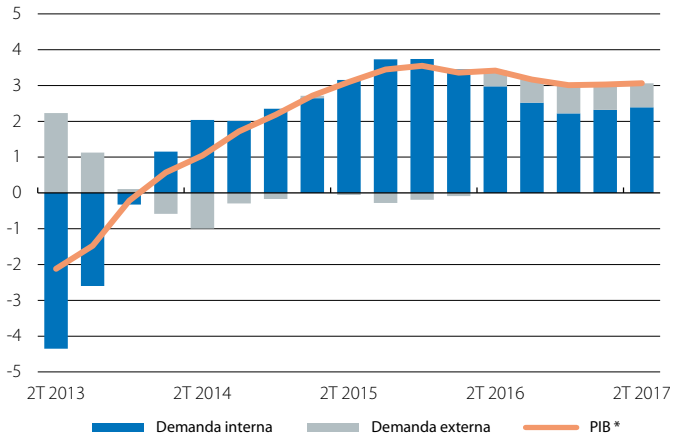
Variació anual (%)



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

*Contribució de la demanda interna i externa al creixement del PIB **

(p. p.)



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

PIB

Variació intertrimestral (%)

	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017
PIB	0,7	0,7	0,8	0,9
Consum privat	0,6	0,7	0,4	0,7
Consum públic	0,5	–0,2	0,8	0,2
Inversió	–0,1	0,5	2,1	0,8
Inversió en equipament	0,0	–0,1	3,6	0,5
Inversió en construcció	0,1	0,7	1,1	1,1
Exportacions	–1,2	2,0	3,0	0,7
Importacions	–2,0	1,8	3,1	–0,2

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

derable de l'atur sol ser habitual en el 2T, atès l'inici de la temporada turística. De fet, el sector serveis va generar el 75% del total de l'ocupació creada en el 2T. Malgrat que la contractació indefinida va continuar augmentant (l'1,8% interanual), el nombre d'assalariats amb contracte temporal va créixer més, de manera que la taxa de temporalitat va augmentar en aquest 2T fins al 26,8%.

La bona marxa del mercat de treball es manté en el segon semestre. El ritme d'augment d'afiliats a la Seguretat Social es va situar, al juliol, en el 3,6% interanual i va registrar l'ascens més notable en un mes de juliol des de l'inici de la crisi. De la mateixa manera, l'atur registrat també va presentar una bona evolució i va anotar un descens del 9,4% (el 10,7% al juny). De cara als propers mesos, s'espera que el mercat laboral mantingui un to positiu, coherent amb el creixement econòmic, la qual cosa hauria de permetre la creació de més de 500.000 llocs de treball entre el 4T 2016 i el 4T 2017.

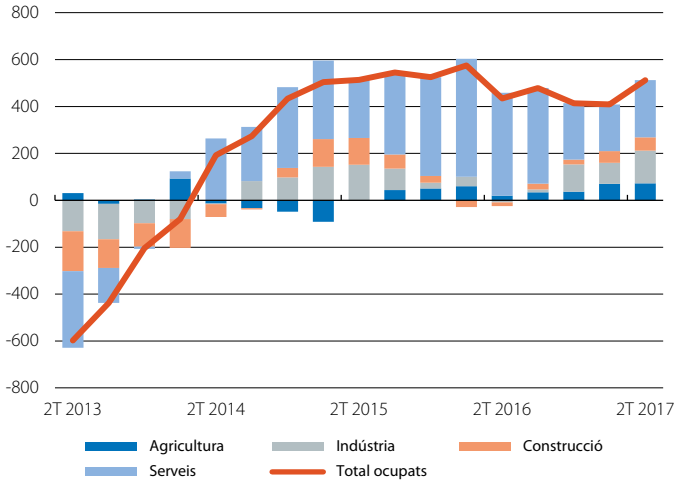
La recuperació de l'ocupació i les condicions financeres favorables impulsen la compra d'habitatge. En concret, les transaccions de compravenda d'habitatge van augmentar el 12,1% interanual al juny (en l'acumulat de 12 mesos) i ja sumen 235.672 des de l'inici de l'any. A més de la puixança interna, les compres per part d'estrangers, que representen el 13% del total de les compres d'habitatge realitzades a Espanya, també mantenen un to expansiu, malgrat la reducció de compres per part dels ciutadans britànics (vegeu el Focus «Conseqüències del *brexit* sobre el sector immobiliari», en aquest mateix *Informe Mensual*). Per la seva banda, els visats d'inici d'obra van alentir la tendència ascendent (van créixer el 14% interanual al maig en l'acumulat de 12 mesos, enfront del 20% a l'abril) i continuen lluny dels nivells registrats abans de la crisi. Aquest fet, juntament amb l'increment de la demanda d'habitatge, afavoreix la tendència alcista dels preus d'habitatge.

La inflació s'estabilitza per l'evolució del preu del petroli. L'IPC va registrar una variació interanual de l'1,6% a l'agost, 1 dècima superior a la dada del juliol, després de la notable desacceleració en relació amb els registres del 3,0% del començament de l'any. De cara als propers mesos, el feble preu del petroli moderarà la inflació en l'últim tram de l'any. Per la seva banda, la inflació subjacent (índex general sense aliments no elaborats ni productes energètics) va pujar 2 dècimes al juliol, fins a l'1,4%, esperonada per l'increment dels preus industrials, que va compensar amb escreix la desacceleració del preu de l'electricitat.

La temporada turística i l'augment més moderat del preu del petroli afavoreixen el sector exterior. Al juny, el superàvit per compte corrent va ascendir a 3.570 milions d'euros en l'acumulat de l'any, un registre clarament inferior als 5.754 milions registrats fins al juny del 2016. Aquesta evolució més negativa és conseqüència del deteriorament en el saldo energètic, ocasionat per l'augment en el preu del petroli en els primers mesos de l'any. No obstant això, de cara a la segona meitat de l'any, l'augment més moderat previst en el preu del

Ocupació per sectors

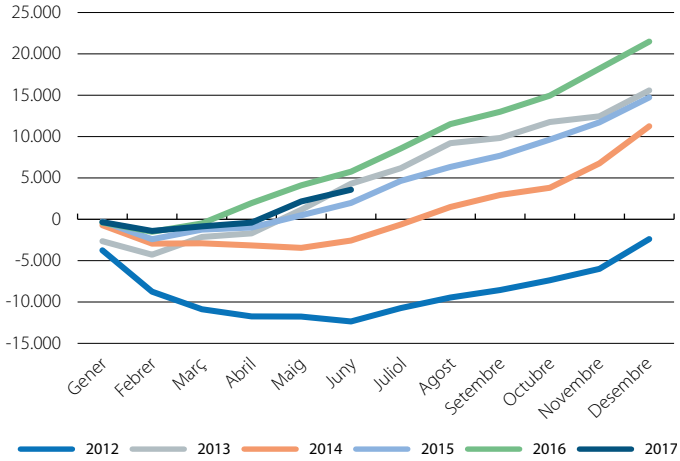
Variació interanual (milers)



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

Saldo corrent

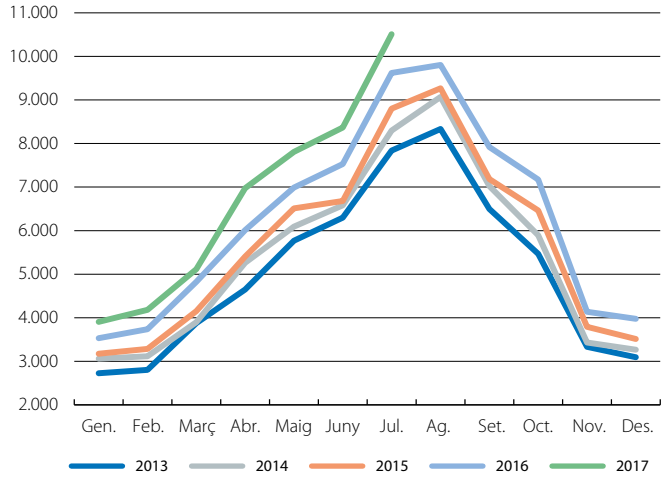
Dades acumulades des de l'inici de l'any (milers de milions d'euros)



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

Entrada de turistes estrangers

Nombre de turistes (milers)



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

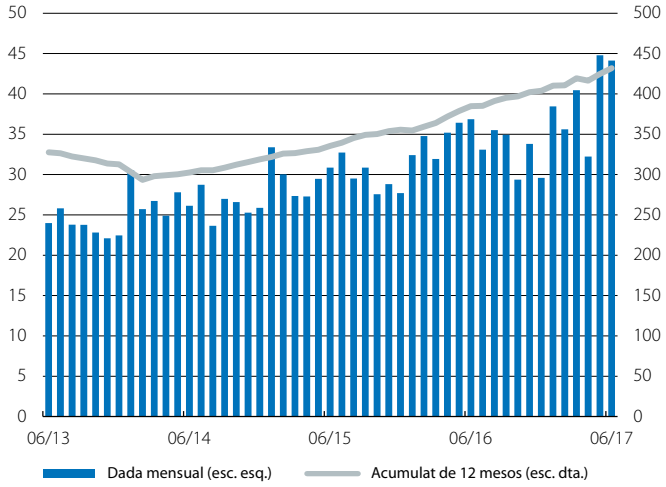
petroli contindrà l'augment de la factura energètica, i, al mateix temps, es preveu que la balança de rendes i serveis mantingui una tendència positiva. En particular, els baixos tipus d'interès donen suport a l'evolució del saldo de rendes (per a més detalls, vegeu el Focus «La millora de la balança de rendes», en aquest *Informe Mensual*). El turisme, per la seva banda, continua liderant la millora en el saldo de serveis. Al juliol, l'arribada de turistes internacionals es va incrementar l'11,1% interanual i va assolir els 46,9 milions des de l'inici de l'any.

El creixement econòmic facilita l'assoliment de l'objectiu de dèficit. Les bones dades d'activitat han permès un increment d'ingressos tributaris de l'ordre del 6,6% en relació amb la dada del maig de l'any anterior (excloses les Corporacions locals), i les despeses de les Administracions públiques han disminuït el 0,1% en relació amb el maig del 2016. Les cotitzacions socials i l'IRPF, per la seva banda, continuen mostrant creixements moderats i una mica inferiors als previstos. L'execució pressupostària de l'Estat, de la qual ja es disposen dades fins al juny, mostra una millora del dèficit de l'Estat de 8 dècimes en relació amb el registre de l'any anterior, la qual cosa el situa en l'1,1% del PIB. L'evolució positiva dels comptes públics, juntament amb l'alta probabilitat que l'impacte de les contingències derivades del rescat de les autopistes de peatge es traslladi íntegrament al 2018, facilita l'assoliment de l'objectiu de dèficit del 3,1% del PIB el 2017.

El sector bancari, més solvent i resistent, augmenta l'oferta de crèdit. La Comissió Europea va publicar al juliol el setè informe de seguiment de l'economia espanyola que elabora després de l'assistència financera duta a terme el 2014. L'informe destaca que la implementació dels plans de reestructuració dels bancs amb participació pública està molt avançada i hauria de concloure al final de l'any. A més a més, assenyala que la reestructuració bancària ha anat més enllà dels bancs que han rebut ajudes públiques, ja que el sector bancari en general ha ajustat el model de negoci. Així, doncs, el sector bancari està cada vegada en una posició millor per incrementar el flux de crèdit a les llars i a les empreses, tal com ho corroboren les dades de noves operacions fins al juliol. En concret, el crèdit al consum i el de compra d'habitatge van avançar el 17% interanual en l'acumulat de l'any. En el cas de les societats no financeres, mentre que el crèdit a les pimes va continuar fluint de manera significativa (el 8% interanual), les noves operacions a grans empreses van incrementar un tímid 0,2% interanual, a causa de les bones condicions que ofereix el finançament mitjançant bons corporatius. Aquesta tendència es mantindrà en el tram final de l'any, gràcies al manteniment de la política monetària expansiva del BCE, que donarà suport a les favorables condicions de finançament bancari i del mercat de bons corporatius.

Compravendes d'habitatges

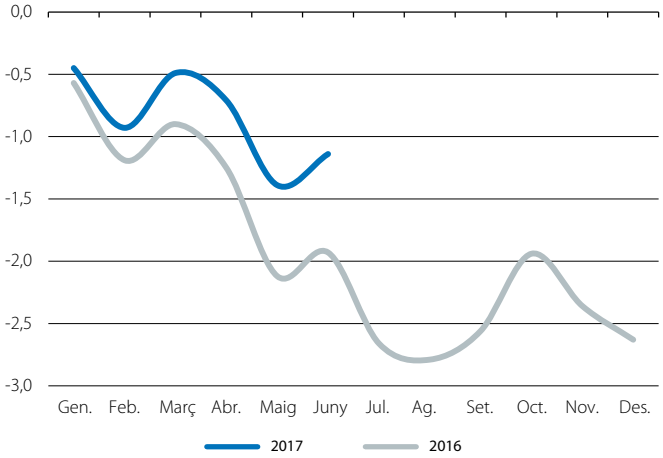
(Milers d'habitatges) *Dades acum. de 12 mesos (milers d'habitatges)*



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

Saldo de l'Estat

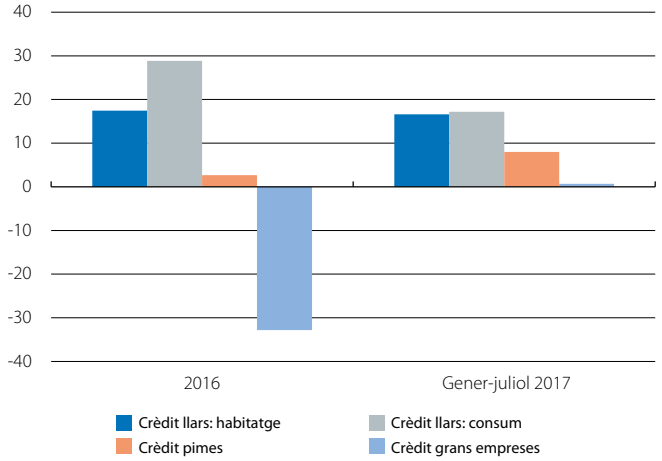
(% del PIB)



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

Nova concessió de crèdit

Variació interanual (%)



Nota: *El crèdit a les llars exclou els refinançaments.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

FOCUS · La població activa a Espanya: envelliment i nivell educatiu

Malgrat el vigor amb què s'ha generat ocupació en els tres últims anys, la població activa no ha deixat de recular. En concret, entre el 1T 2014 i el 1T 2017, la població activa[1] es va reduir en 190.600 persones. En aquest mateix període, la població de 16 anys o més va augmentar en 121.000 persones, de manera que la reculada de la població activa s'explica en la seva totalitat per la caiguda de la taxa d'activitat: aquesta taxa es va situar en el 58,8% en el 1T 2017, 0,6 p. p. per sota del 1T 2014.[2] Aquest descens, com veurem tot seguit, és degut, principalment, a l'envelliment de la població.

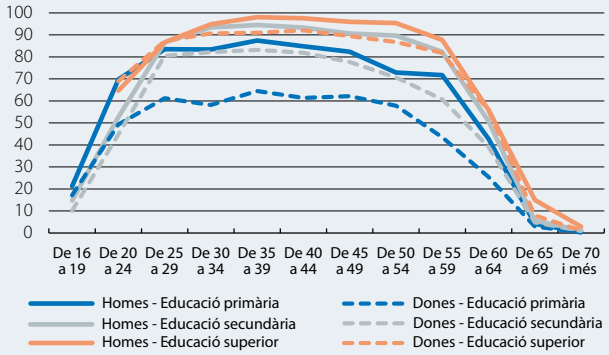
En general, l'evolució de la taxa d'activitat en relació amb l'edat exhibeix una forma de U invertida: la taxa dels joves és relativament baixa, ja que coincideix amb l'etapa formativa, i augmenta de forma gradual amb la seva incorporació al mercat laboral; assoleix el nivell màxim entre els 35 i els 45 anys, i després baixa de forma abrupta a mesura que s'acosta l'edat de jubilació. En aquest sentit, l'envelliment poblacional que té lloc a Espanya comporta una disminució de la taxa d'activitat.[3] De fet, si calculem la taxa d'activitat cenyint-nos a la població entre 16 i 64 anys, és a dir, sense tenir en compte les persones que superen l'edat de jubilació, s'observa que s'ha mantingut constant en el 75%, la qual cosa evidencia que la caiguda de la població activa és deguda a la reculada de la població en edat de treballar.

El descens de la taxa d'activitat amb l'edat és més intens en les persones amb un nivell educatiu més baix. Les persones amb estudis superiors, que, en un primer moment, retarden l'entrada al mercat laboral, registren, durant la resta de la vida laboral, taxes d'activitat més elevades i solen ajornar la sortida del mercat laboral (vegeu el primer gràfic). El major nivell educatiu de les noves generacions ajuda a mitigar el descens de la població activa a causa de l'envelliment poblacional. El segon gràfic mostra que la reculada de la població activa es concentra en la població amb estudis primaris (–531.000). En canvi, la població activa amb estudis secundaris i universitaris ha crescut en aquest mateix període, en 310.000 i en 139.000 persones, respectivament.

Les projeccions disponibles[4] palesen que la població activa anirà descendint a mesura que un major nombre de persones arribi a l'edat de jubilació. Tot i que una part d'aquesta caiguda serà compensada per un nivell educatiu superior de les noves generacions i per la major taxa d'activitat associada, això no serà suficient. En particular, es preveu que la població activa reculi en 1,7 milions entre el 2016 i el 2029 i que la taxa d'activitat se situï en el 53,8% el 2029. En definitiva, l'envelliment poblacional és un dels reptes més importants als quals s'enfronta l'economia espanyola a mitjà termini, i, en aquest context, les polítiques destinades a afavorir la continuïtat de la vida laboral dels treballadors més grans poden ajudar a alentir la caiguda de la població activa.

*Taxa d'activitat segons nivell educatiu, * edat i sexe*

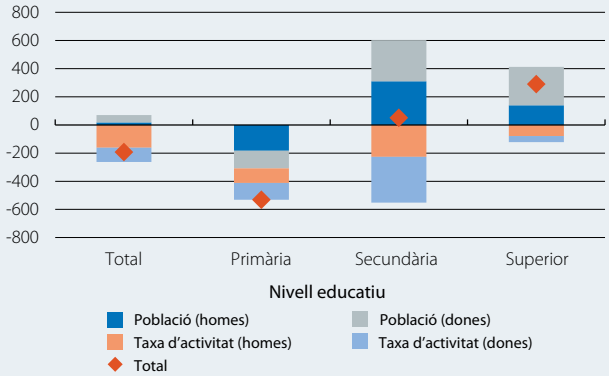
(% d'actius sobre el total de població de 16 anys o més)



Nota: ** Nivell educatiu màxim assolit. Dades del 1T 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

Desglossament del canvi en la població activa segons nivell educatiu

Variació entre 1T 2014 i 1T 2017 (milers)



Nota: *Per cada nivell educatiu, es descompon el canvi en la població activa entre el 1T 2014 i el 1T 2017 en dos factors: el canvi en la població de 16 anys o més i el canvi en la taxa d'activitat. El càlcul es realitza de forma separada per a homes i per a dones.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE (EPA).*

1. La població activa comprèn les persones ocupades i aturades de 16 anys o més.
2. La taxa d'activitat mesura el percentatge de la població activa entre el total de la població de 16 anys o més.
3. Entre el 1T 2014 i el 1T 2017, el percentatge de població amb edat superior als 50 anys (edat en què la taxa d'activitat comença a caure) s'ha incrementat en 2 p. p., fins al 39% del total.
4. Projeccions de taxes d'activitat 2016-2029 (INE).

FOCUS · Conseqüències del *brexit* sobre el sector immobiliari

El sector immobiliari ha iniciat un nou cicle alcista. Això es desprèn de l'evolució de les compres d'habitatge, que acumulen dos anys creixent a un ritme de dos dígits. Tot i que la demanda interna s'ha intensificat, esperonada per la recuperació de l'ocupació i per les condicions financeres favorables, la demanda estrangera no és gens menyspreable: en el 1T 2017, va créixer el 14% en l'acumulat de quatre trimestres.

No obstant això, aquesta dinàmica positiva de la demanda estrangera amaga diferents tendències. D'una banda, la major part de les compres es localitzen a la costa mediterrània i a les illes, on arriben a representar més del 30% del total de compres en algunes províncies (vegeu el mapa adjunt).

De l'altra, l'evolució de les compres d'habitatge és molt diferent en funció de les nacionalitats. En aquest sentit, la incertesa sobre el *brexit* i la depreciació de la lliura influeixen en l'adquisició d'habitatge per part dels ciutadans del Regne Unit, els principals compradors estrangers d'habitatge a Espanya. En el 1T 2017, les compres realitzades per ciutadans britànics es van reduir el 13% interanual. No obstant això, aquesta caiguda és compensada amb escreix pel dinamisme de les compres realitzades per ciutadans francesos, alemanys, belgues i suecs, que, en el 1T 2017, van augmentar a ritmes iguals o superiors al 20% interanual.[1]

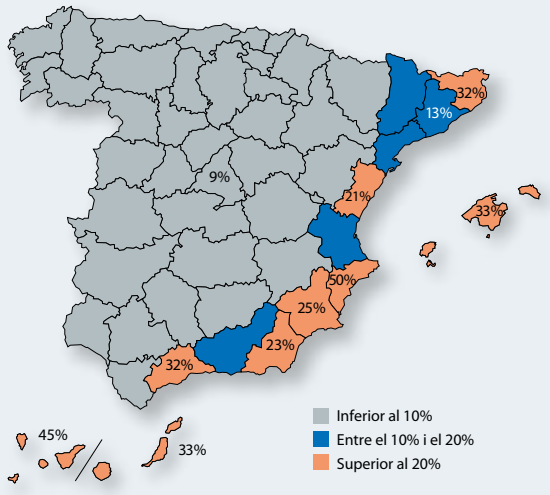
Les diferents tendències observades entre els compradors internacionals han generat canvis en el pes relatiu de cada país en les compres d'habitatge i han permès disminuir el grau de concentració dels compradors estrangers. Tot i que el Regne Unit continua encapçalant la llista de compradors estrangers, les compres per part d'aquest grup han passat a representar el 15% del total de les compres d'estrangers en el 1T 2017, enfront del 21% que representaven el 2015.

De cara al futur, les compres d'habitatge per part dels ciutadans britànics podrien recuperar una certa embranzida si les negociacions del *brexit* evolucionen de forma favorable i si la lliura aconsegueix recuperar posicions. No obstant això, episodis d'alta incertesa sobre el *brexit*, o un *hard brexit*, podrien entelar la recuperació, ja que les compres d'habitatge per part dels ciutadans britànics han estat, històricament, molt sensibles a les condicions econòmiques del seu país. En un to més positiu, les bones perspectives econòmiques de la resta dels principals països compradors d'habitatge a Espanya, juntament amb el manteniment d'unes condicions monetàries acomodatícies i amb la disminució de la incertesa política als països de la zona de l'euro, són una oportunitat per al sector immobiliari espanyol.

1. Dades acumulades de quatre trimestres.

Compres d'habitatge per estrangers en el 1T 2017

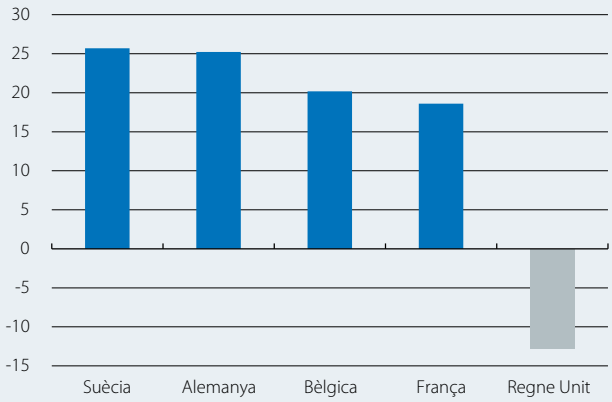
(% del total de compravendes)



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

Compres d'habitatge per nacionalitat en el 1T 2017

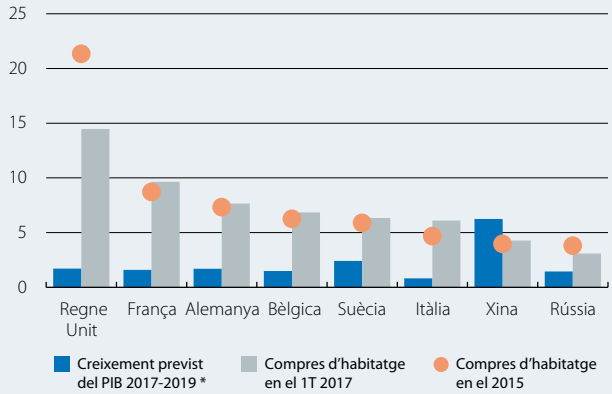
Variació interanual (%)



Nota: *Dades acumulades de quatre trimestres.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Estadística Registral Immobiliària.*

Creixement del PIB i compres d'habitatge per nacionalitat

(% del total de compravendes d'estrangers)



Nota: ** Variació interanual (%).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Estadística Registral Immobiliària i de l'FMI.*

FOCUS · La millora de la balança de rendes

Des del 2008, el compte corrent de l'economia espanyola ha experimentat una millora dràstica i ha passat d'un dèficit que va arribar a ser del 10,2% del PIB a un superàvit de l'1,9% en el 1T 2017. Durant aquest període, la millora del saldo corrent es xifra en 124.340 milions d'euros, dels quals el 29,9% (36.516 milions d'euros, el 3,2% del PIB) és atribuïble a la reducció del dèficit de la balança de rendes primàries i secundàries.[1]

La millora de la balança de rendes s'explica per una disminució dels pagaments, 39.717 milions d'euros, que supera amb escreix la reducció dels ingressos, 3.201 milions d'euros. Així mateix, si considerem els saldos nets (ingressos menys pagaments) dels diferents conceptes que componen la balança de rendes primàries i secundàries, el gros de la millora en el període considerat, el 86,7%, se centra en les rendes netes de la propietat.[2] La segona contribució per ordre d'importància, que explica el 10,7% de la millora total del saldo de rendes, procedeix del net de les transferències personals, que inclou la disminució de les remeses dels immigrants estrangers als seus països d'origen. En tercer lloc se situa la remuneració dels assalariats temporals i estacionals, amb una aportació del 4,1% del total. La resta de les partides va contribuir-hi de forma més modesta.

Una anàlisi més detallada de les rendes de la propietat atorga un clar protagonisme a la disminució dels tipus d'interès. Així, els ingressos i els pagaments d'interessos es van reduir en 17.186 i en 39.255 milions d'euros, respectivament, la qual cosa comporta una aportació neta de 22.069 milions d'euros (el 60,4% de la millora de la balança de rendes). Espanya es beneficia d'un entorn de tipus d'interès baixos, gràcies al fet que el deute (públic i privat) en mans dels inversors estrangers és molt superior al deute estranger en mans dels inversors espanyols (1,3 bilions enfront de 0,5 bilions en el 1T 2017).

Les rendes de la propietat per participacions de capital van aportar una millora acumulada de 9.651 milions d'euros, el 26,4% del total de la millora del saldo de rendes entre el 2T 2008 i el 1T 2017. Això s'explica pel major increment de les inversions que no són deute (participacions de capital i en fons d'inversió) en l'actiu que en el passiu.

1. La balança per compte corrent es compon de la balança comercial de béns i serveis més la balança de rendes, que, al seu torn, es compon de rendes primàries (rendes del treball i inversió, impostos i subvencions vinculats a la producció) i secundàries (transferències corrents personals, impostos de la renda i patrimoni, i prestacions socials).
2. El net dels ingressos provinents de les rendes de les inversions dels residents espanyols a l'estranger i dels pagaments originats per les rendes de les inversions dels residents estrangers a Espanya.

La conclusió és que s'espera que els dos factors principals de la millora del saldo de rendes tinguin una certa continuïtat. D'una banda, d'acord amb les previsions actuals de CaixaBank Research, que contemplen un augment gradual i moderat dels tipus d'interès en els propers trimestres, els beneficis dels tipus d'interès baixos s'haurien de mantenir o haurien d'experimentar deterioraments continguts. Així mateix, l'aportació positiva dels rendiments de la propietat de participacions de capital s'hauria de mantenir en els propers anys, atès que la inversió directa es caracteritza per ser a llarg termini.

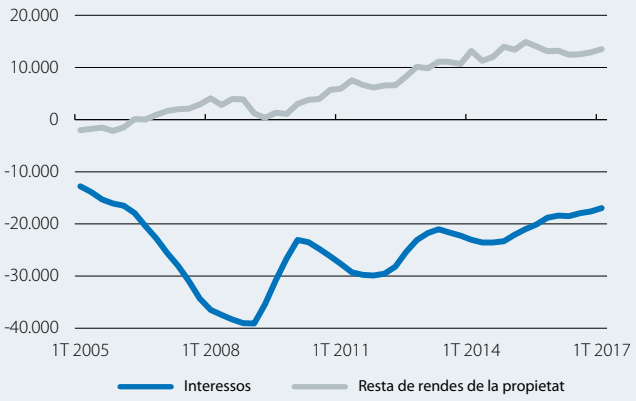
La millora de la balança de rendes

	Valor 2T 2008 (milions d'euros)	Valor 1T 2017 (milions d'euros)	Variació (milions d'euros)	Aportació a la millora del saldo de rendes (%)
Balança de rendes *	**–45.654**	**–9.138**	**36.516**	**100,0**
Rendes primàries	**–29.956**	**2.019**	**31.975**	**87,6**
Remuneració d'assalariats	740	2.221	1.481	4,1
Rendes de la propietat	–35.160	–3.440	31.720	86,9
Interessos	–39.034	–16.965	22.069	60,4
No interessos	3.874	13.525	9.651	26,4
Resta impostos i subvencions vinculats a productes	4.464	3.238	–1.226	–3,4
Rendes secundàries	**–15.698**	**–11.157**	**4.541**	**12,4**
Transferències personals	–17.317	–13.392	3.925	10,7
Resta transferències, impostos de renda i propietat, assegurances	1.619	2.235	616	1,7

Nota: ** Acumulat de quatre trimestres. Saldos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

*Rendes de la propietat netes **

(Milions d'euros)



Nota: ** Ingressos menys pagaments (acumulat de quatre trimestres). Compte de la resta del món.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
Indústria								
Consum d'electricitat	1,7	0,1	0,4	0,0	1,4	1,5	1,1	1,6
Índex de producció industrial	3,3	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,3	–2,3	–3,8	–0,6	0,3	–0,5	–1,8	–0,6
PMI de manufactures *(valor)*	53,6	53,2	51,4	54,4	54,8	54,9	54,0	52,4
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	20,0	43,7	44,8	36,9	24,5	...	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	10,9	13,0	13,4	13,7	14,9	12,0	...	...
Preu de l'habitatge	1,1	1,9	1,6	1,5	2,2	...	–	...
Serveis								
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	5,6	8,2	9,3	10,1	10,0	10,2	10,4	...
PMI de serveis *(valor)*	57,3	55,0	54,9	54,9	56,4	57,8	57,6	...
Consum								
Vendes comerç al detall	3,0	3,6	3,8	3,0	0,5	2,5	0,4	...
Matriculacions d'automòbils	21,3	11,4	11,0	8,9	7,8	6,3	2,5	13,0
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	0,3	–3,8	–6,1	–3,2	–2,8	1,5	2,0	–0,2

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

Indicadors d'ocupació

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	05/17	06/17	07/17
Afiliats a la Seguretat Social [1]									
Sectors d'activitat									
Indústria	2,2	2,8	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1
Construcció	4,7	2,6	2,7	3,3	5,3	6,1	6,3	6,0	6,3
Serveis	3,5	3,2	3,3	3,5	3,4	3,8	3,8	3,8	3,7
Situació professional		3,5							
Assalariats	3,5	3,5	3,5	3,8	4,0	4,4	4,5	4,4	4,2
No assalariats	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	0,9	0,8
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**3,9**	**3,8**	**3,6**
Població ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**2,3**	**2,3**	**2,8**	**2,8**	**–**	**–**
Contractes registrats [3]									
Indefinits	12,3	14,2	17,9	13,3	15,4	10,2	14,8	12,2	10,6
Temporals	11,2	7,2	7,1	6,6	12,1	9,6	16,1	8,5	5,8
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**7,9**	**7,1**	**12,4**	**9,6**	**16,0**	**8,8**	**6,2**
Atur registrat [3]									
Menors de 25 anys	–11,0	–12,6	–14,4	–13,2	–13,3	–17,3	–17,5	–16,5	–11,9
Resta d'edats	–7,2	–8,2	–8,6	–9,0	–9,2	–10,3	–10,5	–10,2	–9,2
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–9,1**	**–9,4**	**–9,6**	**–10,9**	**–11,1**	**–10,7**	**–9,4**

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

Preus

	2015	2016	3T 2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**–0,2**	**1,0**	**2,7**	**2,0**	**1,5**	**1,6**
Subjacent	0,6	0,8	0,8	0,9	1,0	1,1	1,4	...
Aliments sense elaboració	1,8	2,3	3,5	1,0	4,1	2,5	–1,0	...
Productes energètics	–9,0	–8,4	–8,6	1,6	15,3	8,0	4,1	...

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	04/17	05/17	06/17
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual)*	4,3	1,7	4,3	–1,1	3,2	14,1	–2,0	15,2	5,7
Importacions *(variació interanual)*	3,7	–0,4	–0,3	–3,7	3,0	16,5	0,5	16,7	5,0
Saldo corrent	**14,7**	**21,5**	**18,5**	**20,0**	**21,5**	**21,1**	**19,1**	**19,5**	**19,3**
Béns i serveis	26,2	32,7	29,3	31,2	32,7	30,0	29,4	29,1	29,3
Rendes primàries i secundàries	–11,5	–11,2	–10,8	–11,2	–11,2	–8,9	–10,3	–9,6	–10,0
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**21,7**	**23,3**	**24,0**	**24,3**	**23,3**	**23,5**	**21,5**	**21,9**	**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	05/17
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament [1]	**–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	–1,4
Comunitats autònomes	–1,7	–0,8	–0,6	–0,1	–0,8	–0,2	–0,3	–0,4
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	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	05/17	06/17	Saldo 06/17 [1]
Finançament als sectors no financers [2]										
Sector privat	–3,9	–2,6	–2,9	–2,0	–2,1	–1,1	–0,6	–0,6	–1,3	1.621,4
Empreses no financeres	–4,0	–2,7	–3,2	–2,1	–2,2	–0,7	0,2	0,1	–1,1	906,1
Llars [3]	–3,6	–2,3	–2,5	–2,0	–1,9	–1,6	–1,5	–1,5	–1,5	715,4
Administracions públiques [4]	4,0	3,9	4,2	4,6	3,2	3,4	3,4	3,3	2,9	1.138,9
TOTAL	**–1,0**	**–0,1**	**–0,2**	**0,5**	**0,0**	**0,7**	**1,0**	**1,0**	**0,4**	**2.760,3**
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	–0,6	–1,4	...	...
A la vista	16,0	14,6	14,2	14,1	15,4	16,8	16,8	16,2	...	...
A termini i preavís	–15,0	–16,9	–16,0	–17,1	–19,3	–23,6	–25,3	–27,2	...	...
Resta del passiu [5]	–13,0	–15,7	–16,3	–11,3	–18,6	–16,7	–16,8	–11,9	...	...
En moneda estrangera	–0,8	1,1	0,9	2,3	–0,4	–1,7	–6,6	–8,9	...	...
TOTAL	**–2,2**	**–1,6**	**–1,7**	**–1,2**	**–1,6**	**–1,8**	**–1,9**	**–2,2**	**...**	**...**
Taxa de morositat *(%)* [6]	**10,1**	**9,1**	**9,4**	**9,2**	**9,1**	**8,8**	**8,9**	**8,7**	**...**	**–**
Taxa de cobertura *(%)* [6]	**58,9**	**58,9**	**58,7**	**59,3**	**58,9**	**59,1**	**58,6**	**59,4**	**...**	**–**

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.*

EL MOMENT D'EUROPA

Unió Europea: claus per a un renaixement

La construcció europea no passa pel seu millor moment. Quan se celebren 60 anys de la signatura del Tractat de Roma, els reptes s'acumulen. En pocs anys, la UE ha hagut d'afrontar un seguit de *shocks* econòmics (la Gran Recessió del 2008-2009 i la crisi del deute), polítics (l'auge dels populismes i el *brexit*), migratoris (la gestió dels refugiats i les migracions massives al flanc mediterrani), de seguretat interna (el terrorisme) i geoestratègics (la ressurgència de Rússia, la intensificació dels conflictes a l'Orient Mitjà i el gir aïllacionista dels EUA). I, si els reptes a curt termini són aclaparadors, les perspectives a llarg termini tampoc són tranquil·litzadores, ja que, en un futur que es percep de forma fal·laç com a llunyà, treu el cap la realitat del declivi demogràfic i de l'envelliment de la societat, una circumstància que afectarà l'evolució de l'economia i l'estat del benestar, un element central del contracte social europeu.

Com es veu, es tracta d'un context que justifica recuperar les paraules de Jean Monnet, que afirmava que «Europa es forjarà en les crisis, i (Europa) serà la suma de totes les solucions adoptades en aquestes crisis». Aquest és precisament l'esperit que encoratja el present Dossier i, en particular, aquest primer article: el d'explorar algunes possibles solucions que permetin anticipar com es podria configurar una nova UE capaç d'afrontar amb expectatives d'èxit els reptes actuals i futurs. Les solucions i els elements constituents d'aquesta UE renovada s'hauran de buscar en les anàlisis de certs àmbits crítics actuals (unió econòmica, unió fiscal, etc.). Abans, però, i seguint el deixant de Monnet, es tractarà de saber quines solucions passades van il·luminar l'actual UE per afrontar en millors condicions d'encert l'exercici prospectiu que aquí es proposa. Malgrat que és factible realitzar l'anàlisi de diferents maneres, una opció que considerem especialment útil és partir d'una versió estilitzada de les anomenades «grans visions» (a vegades també anomenades relats, narratives o filosofies) de la integració europea. Una visió, en el nostre marc d'anàlisi, és un conjunt de premisses bàsiques de caràcter conceptual que ajuden, en el moment de la presa de decisions, a decantar la balança en un determinat sentit. Per exemple, quan, al final de la dècada de 1980, es va decidir com calia controlar els dèficits públics excessius a la futura Unió Econòmica i Monetària (UEM), la solució final va ser una combinació de preferències, interessos i motivacions tècniques, però també de les idees prèvies sobre quin era l'objectiu últim d'aquesta UEM. Les idees, en definitiva, són una mica més que simples coartades intel·lectuals. Doncs bé, quines són aquestes grans visions en joc?

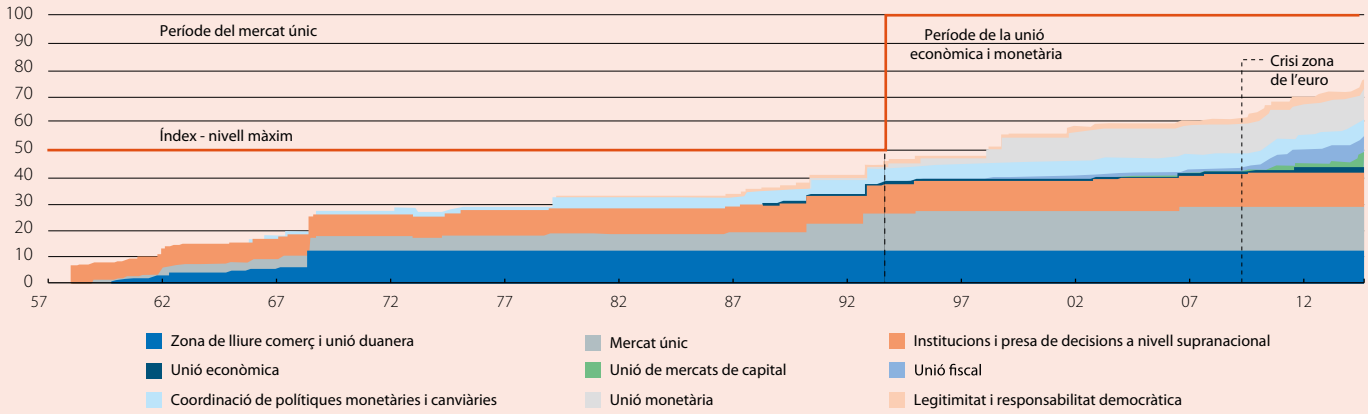
Dues visions en joc al llarg de la història

La que és potser la visió principal que ha orientat el disseny de la integració europea té una clara matriu germànica. El que, de vegades, s'ha anomenat la «visió alemanya» de la integració europea, atès que Alemanya va ser, en gran part, la impulsora, ha estat indubtablement una àncora conceptual vital: en diferents moments, quan calia adoptar decisions crítiques sobre el disseny institucional, com l'ampliació de les competències de la UE, etc., han estat directament inspirades per aquesta visió. De manera sintètica, la visió alemanya entén que la integració europea ha de consistir en la creació d'un ordre, o marc de referència, mitjançant la definició d'una sèrie de regles o de normes.[1] Aquesta filosofia general pivota sobre tres grans nocions. En primer lloc, una preocupació màxima pel risc moral. Així, sota el que, de vegades, s'anomena principi de responsabilitat, s'entén que qui pren el risc en els processos de decisió mereix el benefici que deriva de les seves accions, però també la responsabilitat de les seves conseqüències negatives. Una segona noció clau és que els mercats actuen com a contrapès dels governs, per exemple, senyalitzant les conseqüències de les decisions públiques. En aquest sentit, l'ordre supranacional haurà de permetre que la senyalització dels mercats operi sense interferències. En tercer lloc, els governs hauran de ser els garants del marc d'estabilitat i hauran d'intervenir quan sigui necessari per fer creïble el compliment del principi de responsabilitat. Sota aquestes tres nocions, l'instrument polític «natural» pel qual s'hauria de produir la integració és, sota la visió alemanya, la creació de marcs legislatius supranacionals, la forma d'expressió política dels quals és el model federal. En termes potser una mica simplistes, el que es planteja és la creació d'un ordre federal europeu que s'integri (o sigui compatible) amb la federació estatal que és Alemanya.

1. Aquesta visió, de vegades, es presenta sota la denominació d'ordoliberalisme. L'ordoliberalisme és la doctrina econòmica que orienta la política econòmica interna de la República Federal Alemanya quan es constitueix després de la II Guerra Mundial. La visió alemanya de la integració europea seria, per tant, una versió adaptada a l'ordre supranacional que comporta la UE.

Índex d'integració institucional europea

Nivell (100 = màx.)



Nota: *L'índex mesura quantitativament l'evolució de la integració institucional europea des del 1958 fins al 2015. El nivell màxim en el període del mercat únic (1958-1993) està fixat en 50 i en el període de la UEM, en 100. La distància al màxim indica el camí que falta per aconseguir un* steady state *en el procés d'integració.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de Dorrucci, E.* et al. *(2015), «The Four Unions "PIE" on the Monetary Union "CHERRY": A New Index of European Institutional Integration», ECB Occasional Paper Series, 160.*

Per descomptat, aquesta no és l'única visió que guia la presa de decisions que comporta la construcció europea. Malgrat que el terme sigui, potser, una mica imprecís, es pot contraposar a la visió alemanya el que, de vegades, s'anomena «visió francesa». La imprecisió rau en el fet que, mentre l'ordoliberalisme alemany és una doctrina força homogènia i defensada en nombroses ocasions pels polítics alemanys en decisions clau de la construcció europea, la visió francesa no està clarament articulada i és, més aviat, un cos doctrinari que s'infereix, implícitament, de les posicions que defensa moltes vegades França, però també, en altres ocasions, els països mediterranis de la UE o, fins i tot, altres països alineats en contra de les posicions alemanyes. Per caracteritzar aquest conjunt divers de propostes, és útil comparar la integració «a la francesa» amb la integració «a l'alemanya». Així, quan es planteja la qüestió de com assolir la integració, la resposta dels primers es dóna mitjançant una sèrie d'institucions supranacionals a les quals es trasllada un grup de competències anteriorment exclusivament nacionals. La dels segons, recordem-ho, és la preferència per la integració mitjançant regles. Com succeeix amb la visió alemanya, el disseny polític per excel·lència de la visió francesa és federalista, però amb una lògica diferent. En la visió gal·la, la cessió de competències a nivell supranacional és, habitualment, la solució preferida. En l'alemanya, no, ja que aquesta cessió només s'hauria de produir en la mesura que sigui necessària per crear el marc polític supranacional. Un segon aspecte que es pot identificar en moltes de les propostes inspirades per la visió francesa (insistim: no sempre, o no solament, defensades per França) és que s'entén que el fi equilibri entre el joc de contrapesos públics i privats no és tan rellevant. En canvi, és molt més procliu a la intervenció directa de les institucions, amb freqüència mitjançant polítiques sectorials, com la política agrícola comuna o la política industrial.

Una manera d'entendre millor com aquests principis de caràcter tan general condicionen les «solucions» (en el sentit que li dóna Monnet a la paraula) que la UE ha anat adoptant i que l'han anat definint consisteix a analitzar una sèrie concreta de presa de decisions relatives a la configuració inicial de la UEM. Quan es revisen els elements definitoris de la UEM original, la que es defineix al Tractat de Maastricht del 1993, es percep, de forma clara, que gairebé tot el disseny té l'empremta de la visió alemanya: s'estableix un mecanisme de control del dèficit basat en regles, en la no-monetització del deute, en l'absència de rescats (clàusula del *non bail out*) dels estats insolvents (el principi de responsabilitat abans esmentat), en la senyalització dels mercats, en la coordinació laxa (és a dir, basada en la pressió entre pars i en l'esmentada senyalització dels mercats), i en l'establiment de criteris (regles, de nou) de convergència nominal. Tot el mecanisme de governança de la UEM es basa, en definitiva, en un plantejament a l'alemanya: creació d'un marc d'estabilitat de les finances públiques sense necessitat d'una institucionalització forta. Quina era l'alternativa? En el seu moment, la proposta de França, reiterada gairebé cada vegada que s'ha revisat la governança de la UEM, era la creació d'un quasigovern econòmic europeu que tingués clarament atribuïdes les competències de control pressupostari i d'intervenció en cas de crisi de les finances públiques. La visió alemanya, com s'ha dit, va prevaler.

No obstant això, en aquest mateix Tractat, es decideix la creació del BCE, una de les institucions supranacionals de la UE amb més poder. En aparença, aquesta és una «solució» institucional clarament dins l'esperit de la visió francesa. No obstant això, la decisió de crear el BCE posa de manifest que les idees, encarnades en les visions, operen dins uns límits. En aquest cas, predomina el consens, diguem-li tècnic, que una moneda única té més possibilitats d'èxit si és emparada per un únic banc central:

Cohen (1993) constata que, en set unions monetàries internacionals anteriors a la UEM, quan es crea una moneda única, també es constitueix un banc central, mentre que només s'opta per un sistema que coordini els bancs centrals nacionals participants quan l'opció és mantenir les divises nacionals vinculades per un tipus de canvi fix, però diferenciades.[2]

Les idees, per tant, han importat en el passat i cal esperar que condicionin la tan necessària reinvenció de la UE. Més concretament, cal pensar que aquesta UE renovada serà el resultat de la combinació de reptes i d'idees, que cristal·litzaran en una sèrie de propostes inspirades, en gran part, en les visions alemanya i francesa en els dos àmbits crítics en què la UE es juga una gran part del seu futur: el de la integració econòmica i el de la coordinació de les polítiques econòmiques. I ja anticipem que no cal sentir-se enganyat: malgrat que, en les dues àrees, trobem l'adjectiu «econòmic», les dues, en especial la segona, tenen un vessant polític fonamental, com es veurà després.

Integració i convergència econòmica

En el primer dels àmbits, és fonamental reforçar la integració econòmica amb polítiques que permetin la mobilitat de persones, de capital, de béns i de serveis. La zona de l'euro continua tenint un grau de sincronització inferior al d'altres unions monetàries, com la del dòlar nord-americà, tal com es mostra en l'article «Sincronització econòmica en una àrea econòmica i monetària comuna», del present Dossier, factor que es vincula a un grau d'integració econòmica també inferior al dels EUA. Entre les polítiques requerides per assolir un autèntic mercat interior, destaquen el desenvolupament d'un marc normatiu i regulador comú («a l'alemanya»). L'harmonització reguladora ha estat un enfocament tradicional d'acció de la UE, i, certament, en alguns sectors, com el de les telecomunicacions, s'ha mostrat fructífer. Però, amb caràcter general, les noves etapes en el procés d'integració econòmica requeriran enfocaments més innovadors. En aquest sentit, el progrés cap a la unió bancària apunta a com podria avançar aquest àmbit de la integració econòmica.

Malgrat que, com apunten, Arqué, Fernández i Plata (2017), el detonant explícit d'aquesta proposta va ser la necessitat de separar el vincle pervers existent entre risc sobirà i risc bancari durant l'última crisi del deute sobirà, la veritat és que aquesta unió ha estat una peça angular imprescindible per completar el disseny de la zona de l'euro en el sentit que ja apuntava Gual (2012) d'avançar cap a la provisió eficient de capitals a nivell paneuropeu.[3] En aquesta construcció, s'han combinat l'instrument de l'harmonització de la regulació del sector bancari amb la creació d'altres elements que reforcen, a la pràctica, el grau d'institucionalització. Així, en la primera via, la de l'harmonització, s'ha creat un codi normatiu únic per a totes les entitats financeres, que inclou els requisits necessaris de capital o les normes per a la gestió de bancs en dificultats. En la segona, es reforça una institució ja existent, el BCE, mitjançant la seva conversió en el supervisor únic de tots els bancs de la zona de l'euro des del 2014 i la posada en marxa del Mecanisme Únic de Resolució (MUR), operatiu des del 2016. Ara com ara, el gran element absent és el Fons de Garantia de Dipòsits Europeu. Una combinació, per tant, d'integració mitjançant regles més institucionalització reforçada que no deixa de representar una solució que adopta elements de les dues visions esmentades més amunt, l'alemanya i la francesa.

Però aquesta via, segurament, no serà suficient per superar els obstacles existents per assolir un grau d'integració i de convergència econòmiques suficients. En aquest mateix àmbit financer, està en marxa, a més de la unió bancària, una unió del mercat de capitals. Malgrat que s'ha progressat en aquest front, es percep un possible obstacle: si l'impuls principal es va guanyar quan la crisi financera de la zona de l'euro es va intensificar, no podria ser que, en èpoques menys estressades financerament, l'incentiu per assolir-lo llangueixi? En el fons, aquest obstacle apunta a una de les majors dificultats per assolir majors cotes d'integració, la falta d'un factor polític de fons. Gual, el 2012, ho va expressar amb precisió: «una integració econòmica profunda reeixida (…) requereix reformes econòmiques profundes. De fet, aquestes reformes són tan significatives i engloben tants aspectes del teixit social i econòmic que és poc realista que puguin ser imposades des de Brussel·les amb l'actual tramat institucional i sense recórrer a un grau d'unió política radicalment superior».

2. Vegeu Cohen, B. (1993), «Beyond EMU: The Problem of Sustainability», Economics and Politics, núm. 5.2: 187-203.
3. Per a més detalls, vegeu Arqué, G., Fernández, E. i Plata, C. (2017), «Un sistema europeu de garantia de dipòsits?», Anuari de l'Euro 2016, Fundació ICO i Fundació d'Estudis Financers, i Gual, J. (2012), «European Integration at the Crossroads», "la Caixa" Economic Papers, núm. 8.

Coordinació de polítiques econòmiques

I encara més clara és la demanda de més integració política en l'àmbit de la coordinació de les polítiques econòmiques. En aparença, la millora de la coordinació de les polítiques econòmiques per afrontar *shocks* asimètrics entre països és una matèria estrictament tècnica. No obstant això, no ho és en absolut, ja que els obstacles per assolir-la revesteixen un clar aspecte polític.

Com es comenta a l'article «Unió fiscal i el llarg camí cap als eurobons», d'aquest mateix Dossier, la coordinació de la política econòmica i fiscal entre els diferents països de la zona de l'euro requereix algunes millores. Com es podrien dissenyar els passos següents en el reforç d'aquesta coordinació? Segurament, mitjançant la combinació d'elements de la visió alemanya i de la visió francesa. Sembla improbable que la necessitat última de dotar-se de capacitat d'estabilització que permeti afrontar els *shocks* asimètrics del futur sigui possible sense un grau d'institucionalització elevat, més corresponent amb la visió francesa de crear instruments supranacionals. Però, al mateix temps, haurien d'existir límits clars, de condicionalitat forta, que permetessin mitigar el relaxament del principi de responsabilitat. Per exemple, seria factible arbitrar un sistema d'estabilització en què no es preveiessin transferències permanents, sinó limitades temporalment al moment del *shock* asimètric, i amb restriccions fortes a les polítiques fiscals insostenibles (per exemple, mitjançant límits a l'endeutament màxim en les constitucions), de manera que es reduís el risc moral (la tradicional preocupació alemanya) de dur a terme polítiques fiscals no prudents.

Cap a una visió de síntesi: idees, instruments i política

En definitiva, la història i l'anàlisi prospectiva realitzada suggereixen que la UE entra en una nova etapa, molt més exigent, però també molt més prometedora que la de l'última dècada. A gairebé tots els exemples presentats, es constata la combinació d'idees que es nodreixen de les visions alemanya i francesa. S'està gestant, segons el nostre parer, una nova visió de síntesi, capaç de donar resposta a problemes irresolubles des d'una sola de les visions. També, en el repàs precedent dels reptes pendents i dels obstacles que cal superar, es constata que la resposta té, de tota manera, elements que impliquen una major integració política, encara que sigui embrionària. En aquest camí, serà més habitual el recurs a l'anomenada «integració flexible». Si, en el passat, l'objectiu va ser assolir «una unió cada vegada més estreta», com postula el Tractat de Maastricht, en l'actualitat, assolir un acord unànime en molts dels àmbits esmentats és extremadament difícil i voreja l'impossible. Però la impossibilitat d'assolir un objectiu únic comú no ha d'impedir reformes ambicioses al si de la UE. Una solució per sortejar l'*impasse* és una integració a diferents velocitats i nivells.[4] Moltes propostes de desenvolupament de la UE són possibles si els membres s'hi adhereixen de manera voluntària i s'aconsegueixen múltiples nivells d'integració reforçada. I, potser, en la mesura que aquests nous àmbits d'integració demostrin les seves bondats, altres Estats membres optaran per sumar-s'hi.

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

4. Vegeu, per exemple, Morillas, P. (2017), «Formes per a una unió: del "ever closer union" a una diferenciació flexible després del Brèxit», Notes Internacionals, CIDOB, 166.

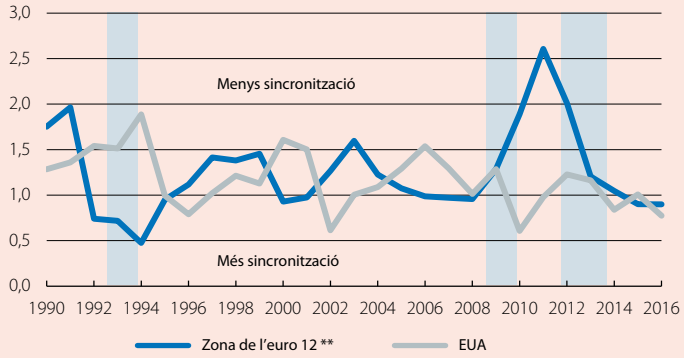
Sincronització econòmica en una àrea econòmica i monetària comuna

El 2008, per celebrar el desè aniversari del naixement de l'euro, la Comissió Europea va publicar un extens document que discutia l'experiència de la Unió Econòmica i Monetària.[1] Malgrat que, en el document, es traçaven àrees amb més o menys èxit, la conclusió que s'extreia és que, «després de 10 anys d'existència, l'euro és un èxit rotund».[2] Passats nou anys de la seva publicació, i una crisi econòmica global, ens costaria trobar adherents a aquesta visió. Aquest canvi de percepció està lligat als problemes que ja es van esmentar al debat previ a la creació de l'euro. Aquest article se centra en el perill que comporta l'absència d'un cicle econòmic comú entre els països de la zona de l'euro. Repassarem les raons per les quals és desitjable que els països de la zona de l'euro comparteixin un cicle econòmic, avaluarem el grau de sincronització econòmica entre els diferents països i discutirem alguns factors que limiten aquest grau de sincronització.

El debat previ a la creació de l'euro va girar al voltant del concepte d'«àrea monetària òptima». Aquest concepte, que neix, en gran part, del treball del Premi Nobel d'Economia Robert Mundell, estableix que els països que comparteixen un àrea monetària comuna haurien de tenir un cicle econòmic sincronitzat. Per evitar confusions, sempre que parlem de sincronització del cicle econòmic en aquest article, ens referim al fet que un grup de països experimenta les fases expansives i recessives del cicle de forma simultània i que els *shocks* econòmics afecten els països membres del grup de manera similar. Així, per definició, quan un grup de països estableix un àrea monetària comuna, en perdre cada país la sobirania sobre la política monetària i sobre el tipus de canvi, es perden dos valuosos instruments d'ajust davant el cicle econòmic. Si tots els països experimenten un cicle sincronitzat d'una intensitat similar, la pèrdua d'aquests instruments no genera tensions, ja que la política duta a terme per l'autoritat central monetària és adequada per a tots els països membres. Pel contrari, si els cicles no estan sincronitzats o tenen una intensitat diferent, l'absència dels instruments esmentats més amunt podria ser problemàtica.

Indicador de sincronització del cicle econòmic *

Desviació estàndard



Notes: ** L'indicador és la desviació estàndard del creixement del PIB de cada país menys la mitjana de creixement de la zona de l'euro (o dels EUA). Irlanda està exclosa del còmput en l'any 2015 per un canvi en la definició en la sèrie del PIB. El còmput de la desviació estàndard es fa utilitzant una mitjana ponderada per població del país. ** S'exclouen alguns països de la zona de l'euro per falta de dades.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE i del BEA.*

Llavors la pregunta seria com ha evolucionat la sincronització del cicle econòmic entre els països membres de la zona de l'euro en les últimes dècades? Per respondre aquesta qüestió, en aquest article, utilitzem un mesurament basat en el grau de dispersió de les taxes de creixement del PIB. Hi ha altres mesuraments, com els basats en la correlació de les taxes de creixement o els basats en la descomposició del creixement del PIB en factors comuns i factors idiosincràtics de cada país. No obstant això, atès que el còmput de correlacions no dóna importància al diferencial entre les taxes de creixement i que els mesuraments basats en la descomposició del creixement del PIB requereixen supòsits arbitraris per identificar la descomposició, el mesurament basat en el grau de dispersió ens sembla el més adequat.[3]

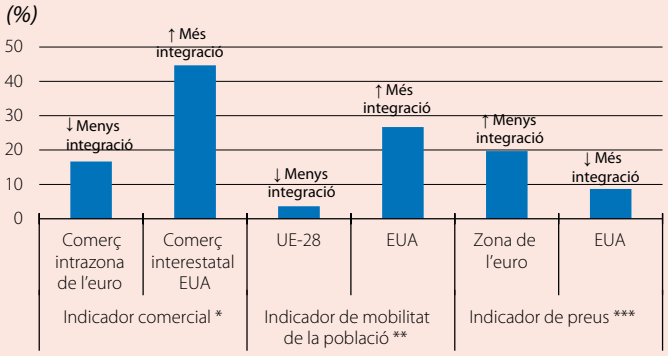
Al gràfic, comparem l'indicador de sincronització d'un grup de 12 països de la zona de l'euro amb el de les vuit grans regions dels EUA.[4] A major magnitud de l'indicador, menor és el grau de sincronització. Les àrees en gris indiquen els anys en què la zona de l'euro va patir una recessió. Com es pot veure, el grau de sincronització del cicle de les regions dels EUA s'ha mantingut relativament estable durant el període analitzat. En el cas de la zona de l'euro, es pot apreciar que, després d'un augment intens de la sincronització al començament dels noranta, probablement a causa de l'esforç harmonitzador de cara a la creació del mercat únic el 1993, es va mantenir relativament constant i a un nivell similar al dels EUA durant la resta dels noranta i la primera dècada dels 2000. En efecte, si haguéssim escrit aquest article el 2008, i basant-nos en l'indicador mostrat, hauríem

1. Comissió Europea (2008), «EMU@10, Successes and challenges after ten years of Economic and Monetary Union», European Economy, vol. 2.
2. Traduït de l'anglès per l'autor.
3. Vegeu l'article de la Comissió Europea (2008) per a una exposició més detallada dels problemes relacionats amb cada mesurament.
4. Els països de la zona de l'euro inclosos són: Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, Finlàndia, França, Grècia, els Països Baixos, Irlanda, Itàlia i Portugal. Les regions dels EUA són: New England, Mideast, Great Lakes, Plains, Southeast, Southwest, Rocky Mountains i Far West. Les vuit regions engloben el conjunt del territori dels EUA.

conclòs, de la mateixa manera que l'article de la Comissió Europea esmentat anteriorment, que la zona de l'euro havia assolit un grau de sincronització aparentment satisfactori.[5] No obstant això, el grau de sincronització a la zona de l'euro va caure de forma significativa durant els anys de la crisi financera global, situació que no es va donar als EUA. Malgrat l'aparent bon grau de sincronització previ a la crisi, l'indicador suggereix que hi ha *shocks* que poden afectar els països de la zona de l'euro de forma molt asimètrica.

Hi ha diversos elements que van fer que la profunditat de la recessió fos molt diferent entre els països de la zona de l'euro. Com es comenta als altres dos articles del present Dossier, això va ser propiciat, en part, pel fet que l'arquitectura institucional de la zona de l'euro no estava preparada per afrontar *shocks* de tal magnitud. Un altre element diferencial entre els EUA i la zona de l'euro és el grau d'integració dels respectius mercats. Això és rellevant, ja que, si els mercats estan més integrats, el grau de sincronització és més elevat. Al gràfic adjunt, mostrem tres indicadors: un d'integració comercial, un de mobilitat de la població i un de dispersió dels preus. En un mercat molt integrat, esperaríem veure que els Estats membres comercien molt entre ells, que hi ha moltes persones vivint en estats en què no han nascut i que els preus dels béns i dels serveis no varien gaire entre estats. Tal com es pot veure al gràfic, en comparació amb els EUA, la zona de l'euro surt molt mal parada.

Indicadors d'integració de mercat



Notes: ** Exportacions de béns entre els Estats membres de la zona de l'euro (o dels EUA) sobre el PIB de la zona de l'euro (o dels EUA). Dades del 2012. ** Proporció de persones que viuen en un estat de la UE-28 (o dels EUA) però que han nascut en un altre estat de la UE-28 (o dels EUA). Dades del 2015. *** Coeficient de variació de la sèrie de preus sobre la mitjana de la sèrie (en percentatge). Dades del 2015. Per a la zona de l'euro, utilitzem la sèrie de l'índex de preus del consum final de les famílies. Per als EUA, utilitzem el deflactor regional implícit.*

Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat, de l'US Bureau of Transportation Statistics, de l'US Census Bureau i del BEA.*

Si els quatre principis que regeixen el mercat únic són la lliure circulació de persones, de béns, de serveis i de capitals, què explica la fragmentació present al mercat únic? En gran part, la fragmentació és deguda a la pròpia naturalesa de la zona de l'euro. El mercat únic es compon de països amb llengües, cultures i lleis molt diferents. Aquesta heterogeneïtat, que fa que el continent sigui tan ric i divers, limita també la capacitat d'integració dels països de la zona de l'euro si no es prenen les mesures adequades.

Des de la creació del mercat únic amb la signatura de l'Acta Única Europea el 1987, la construcció del mercat únic ha avançat molt. No obstant això, un major grau d'integració és possible. Per exemple, per augmentar el grau de mobilitat de les persones, es podria establir un sistema ràpid d'homologació de graus educatius i de títols professionals o ampliar les garanties de portabilitat dels plans de pensions o de les assegurances mèdiques entre estats. Al mercat de productes, facilitarien la circulació de béns i de serveis a nivell europeu reformes als mercats de productes que harmonitzessin les regulacions i les especificacions tècniques, o la unificació dels tràmits administratius i dels requisits legals per exercir una activitat econòmica en cada país de la zona de l'euro. Així mateix, un major grau d'interconnectivitat en sectors com l'energia, amb la creació d'un regulador únic, augmentaria l'eficiència econòmica i reduiria el diferencial de preus entre els estats. Finalment, en termes de circulació de capitals, tot i que la unió bancària representa un pas important cap endavant, el sector bancari de la zona de l'euro encara està fragmentat. En aquest sentit, mesures que contribuirien a una major integració inclouen, entre d'altres, harmonitzar els règims d'insolvència i eliminar discrecionalitats supervisores encara existents entre països i unificar criteris (per exemple, la definició de préstec dubtós). Així mateix, queda pendent també dotar el Fons Únic de Resolució d'un mecanisme d'última instància (o *backstop* fiscal) i crear un sistema europeu de garantia de dipòsits que permeti una major mutualització de riscos entre països. Encara queda molt per fer.

Oriol Carreras Baquer
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

5. Els indicadors alternatius esmentats anteriorment també suggerien un bon grau de sincronització abans de la crisi.

Unió fiscal i el llarg camí cap als eurobons

Malgrat les reformes encaminades a millorar l'arquitectura institucional de la zona de l'euro que s'han implementat en els últims anys,[1] la Unió Econòmica i Monetària encara és incompleta. Una mostra d'això són les reiterades declaracions per part dels principals líders polítics europeus a favor de continuar avançant en el procés de reformes de les institucions de la zona de l'euro. Un dels àmbits que centra més l'atenció és l'anomenada unió fiscal, tant per la seva rellevància com per la concreció d'algunes propostes en els últims mesos.

Són molts els elements que haurien de compondre la unió fiscal, i, sovint, es fan propostes en algun dels àmbits de manera aïllada. En conjunt, les reformes que caldria dur a terme es poden agrupar en dues grans àrees. D'una banda, la millora dels mecanismes que han de guiar i de donar suport a la política fiscal de les diferents economies que integren la zona de l'euro. Això inclou tant el conjunt de regles que guien la política fiscal de cada país com, eventualment, la creació d'un ens a nivell europeu al qual li podrien ser transferides algunes de les competències de política econòmica. L'altra gran pota de la unió fiscal és el finançament d'aquestes competències.[2]

En els últims mesos, s'ha intensificat el debat en els dos fronts. Així, d'una banda, Merkel s'ha manifestat a favor de la creació d'un Ministeri d'Economia Europeu (referint-se als països que formen la zona de l'euro), sempre que això vagi acompanyat del reforç de les regles actuals que guien la política fiscal dels diferents països. El seu homòleg francès, Macron, ha fet un pas més enllà i ha concretat les àrees de responsabilitat d'aquest ministeri: inversió en infraestructures, assistència financera d'emergència i suport als països que es trobin en recessió. Coneixedor de la visió alemanya, el president francès també ha afegit que només podrien rebre el suport d'aquest ministeri els països que compleixin les regles fiscals comunes. Malgrat que el pas definitiu cap a la unió fiscal està lluny de concretar-se, sembla que la visió alemanya i la francesa van acostant posicions. Per continuar avançant és clau aconseguir un nivell de definició prou concret de les regles i de les responsabilitats de l'eventual ministeri perquè la posició alemanya se senti confortable. Al mateix temps, però, la posició francesa també exigirà que aquest ministeri tingui prou marge d'actuació perquè les polítiques que dugui a terme puguin ser efectives.

Pel que fa a la segona gran àrea de la unió fiscal, la concreció encara és menor. Poca cosa s'ha dit sobre si l'eventual Ministeri d'Economia Europeu rebria els recursos mitjançant transferències ordinàries dels diferents Estats membres o si, en canvi, li seria transferida parcialment o totalment la recaptació d'algun impost. En canvi, sí que hi ha un debat interessant sobre si la creació del Ministeri d'Economia podria anar acompanyada de la creació d'un instrument de deute europeu, els anomenats eurobons. L'interès pel tema és doble. D'una banda, això podria ampliar la capacitat de gestió de les polítiques que podria dur a terme l'eventual Ministeri d'Economia. Durant els períodes recessius, per exemple, en què potser els recursos disponibles podrien ser més escassos i, al mateix temps, més necessaris, el pressupost es podria mantenir o augmentar mitjançant l'emissió de deute.

D'altra banda, la creació d'eurobons podria ajudar a millorar l'estabilitat financera de la zona de l'euro. El motiu és el següent: una part important del deute públic de cada país està en mans dels bancs que hi concentren l'activitat, i, durant la crisi, això va propiciar que els *shocks* es transmetessin del sector públic al sector bancari (i viceversa) i s'amplifiqués l'impacte econòmic a nivell agregat.

Així, la creació d'un instrument de deute a nivell europeu podria ser un catalitzador perquè els bancs diversifiquin les tinences de deute públic, la qual cosa ajudaria a desvincular l'evolució del sector bancari de cada país de la del sector públic. A més a més, en última instància, es creu que el compromís que els diferents països adquiriran amb la creació dels eurobons podria servir per eliminar el risc de ruptura de l'euro, un factor que, en els moments culminants de la crisi, va pesar enormement sobre els sectors bancari i públic dels països de la perifèria.

1. En concret, es van fer canvis en el marc de la governança de la UE, amb la creació del Semestre Europeu, encaminat a coordinar les polítiques econòmiques, i del *Six pack*, per reforçar el compliment de les normes fiscals. A més a més, també es van aprovar el *Fiscal Compact* i el *Two pack* per augmentar la supervisió i la coordinació de les polítiques fiscals als països de la zona de l'euro. També es van crear mecanismes per gestionar episodis de crisis, com el MEDE (per recapitalitzar els bancs i proveir de liquiditat els Estats membres en dificultats), i s'han fet importants avanços en la unió financera.
2. Vegeu, per exemple, Allard, C. *et al.* (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area», IMF Discussion Note, setembre.

En aquest sentit, en un article recent, la Comissió Europea planteja la creació d'un Tresor a nivell europeu encarregat d'emetre un actiu de deute comú. No obstant això, ho apunta com un objectiu a mitjà i a llarg termini. Primer cal arribar a un acord sobre la creació de l'eventual Ministeri d'Economia, o, el que és el mateix, abans que els països de la zona de l'euro acceptin que s'emeti un títol de deute el risc del qual compartirien, cal acordar a què es dedicaran aquests recursos.

A més curt termini, la Comissió Europea suggereix que podria ser útil, i factible, la introducció de títols amb el suport de bons sobirans (eurobons sintètics o SBBS, per les sigles en anglès).[3] La proposta es basa en el que fa uns anys van plantejar M. Brunnermeier *et al.* i contempla que una o diverses entitats acreditades (públiques o privades) comprin una cartera diversificada de bons sobirans de la zona de l'euro al mercat secundari utilitzant un esquema de ponderació transparent i predictible.[4] Per finançar aquesta cartera, s'emetrien dos tipus de títols: un de sènior (*European Safe Bond Asset* o ESBies) i un de júnior (*European Junior Bond* o EJBies).[5] Aquest últim seria el primer a absorbir qualsevol pèrdua derivada de l'incompliment del pagament de les obligacions sobiranes d'un país.

Aquesta iniciativa està desvinculada de la creació d'un Ministeri d'Economia Europeu i pretén contribuir a millorar l'estabilitat financera de dues maneres. En primer lloc, perquè, segons els autors de la proposta, permetria augmentar l'oferta d'actius lliures de risc a la zona de l'euro (actius amb *rating* AAA denominats en euros). En segon lloc, perquè facilitaria la reducció de l'exposició dels bancs al risc sobirà del seu país d'origen, en proveir aquests països d'un instrument per diversificar la cartera de bons. Aquest segon element és important, perquè, en desvincular el vincle entre el risc sobirà i el del sector bancari de cada país, els *shocks* econòmics tindrien un menor impacte agregat.

En definitiva, malgrat que la unió fiscal sembla un objectiu llunyà i difícil d'assolir, a poc a poc es van posant damunt la taula algunes peces que podrien fer que el puzle finalment encaixi. Sempre ha semblat que Europa avança lentament, però, quan es mira enrere, hi ha moments en què s'han pres decisions importants. Probablement, ens trobem a l'avantsala d'un d'aquests moments, i la unió fiscal és un dels àmbits en què es podria avançar de forma decidida en els propers anys.

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

3. Vegeu Brunnermeier, M. *et al.* (2011), «European Safe Bonds», The Euronomics Group, resum disponible a voxeu.org.
4. Per exemple, Brunnermeier, M. *et al.* (2016), «The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies», American Economic Review Papers and Proceedings, vol. 106, núm. 5.
5. Els SBBS estarien completament garantits per la cartera subjacent. És a dir, el valor nominal dels títols ESBies i EJBies seria igual a la suma del valor nominal dels bons sobirans nacionals que donen suport a aquests títols.

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

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

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE)
Sergio Mayordomo i María Rodríguez-Moreno, 11/2016

From missing disinflation to missing inflation: Understanding the recent path of inflation in the US
Nadim Elayan Balagué i Ayman El Dahrawy Sánchez-Albornoz, 03/2016

La posición externa de la economía española: claves para reducirla
Jorge Meliveo i Judit Montoriol, 02/2016

Radiografía de la productividad del trabajo en España
Maria Gutiérrez-Domènech, 01/2016

Termómetro inmobiliario de "la Caixa" Research
Ariadna Vidal Martínez, 01/2015

La internacionalización del renminbi: un largo camino por recorrer
Clàudia Canals, 03/2013

Vulnerabilitat de les economies emergents
Àlex Ruiz, 02/2013

Sareb: claus estratègiques
Sandra Jódar-Rosell, 01/2013

Ajust de capacitat en el sistema financer espanyol
Inmaculada Martínez, 09/2012

L'estalvi i l'eficiència energètics: un impuls per a la competitivitat de l'economia espanyola
Pere Miret, 08/2012

Matèries primeres: què va canviar en l'última dècada?
Eduardo Pedreira i Miguel A. Canela, 06/2012

Inversions financeres a Espanya: impacte de la inestabilitat en els mercats
Inmaculada Martínez, 05/2012

Hi ha bombolla immobiliària a la Xina?
Clàudia Canals i Mercè Carreras-Solanas, 04/2012

El sobreendeutament de les empreses espanyoles: problema comú o d'unes quantes?
Sandra Jódar-Rosell i Inmaculada Martínez, 03/2012

DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK

L'eficiència del sector públic, clau per a la consolidació fiscal
Oriol Aspachs, Anna Campos, Jordi Gual i Judit Montoriol

Per què Europa genera poc creixement i ocupació?
Jordi Gual

La prociclicitat del sistema financer després de les reformes
Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

Unió bancària: de formigó o de palla?
Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea
Àlex Ruiz

Els requisits de capital de Basilea III i el seu impacte en el sector bancari
Jordi Gual

Perspectives de despalanquejament a Espanya
Oriol Aspachs-Bracons, Sandra Jódar-Rosell i Jordi Gual

Diferencial d'inflació amb l'eurozona: millora sostenible?
Pere Miret

La recuperació del comerç mundial. Allò que la crisi s'endugué
Marta Noguer

Immigració i mercat laboral: abans i després de la recessió
Joan Elias

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

Capital Requirements Under Basel III and Their Impact on the Banking Industry
Jordi Gual

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

POLS ECONÒMIC

ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

El tiempo que llega. Once miradas desde España
José Luis García Delgado (editor)

ESTUDIS ECONÒMICS

Europa, com Amèrica. Els reptes de construir una federació continental
Josep M. Colomer

El canvi climàtic: anàlisi i política econòmica. Una introducció
Josep M. Vegara (director), Isabel Busom, Montserrat Colldeforns, Ana Isabel Guerra i Ferran Sancho

GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS
31 de 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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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