IM01

INFORME MENSUAL
NÚMERO 419 | GENER 2018

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
Mario Draghi i el seu «parole, parole»

ECONOMIA INTERNACIONAL
La geopolítica en un món globalitzat: que parlin les dades!

UNIÓ EUROPEA
Quina serà la futura relació entre la UE i el Regne Unit?

ECONOMIA ESPANYOLA
La complexitat de les exportacions espanyoles

DOSSIER: EUROPA EMERGENT

Anàlisi del cicle econòmic de l'Europa emergent

Els dividends de la integració de l'Europa emergent a la UE

Risc polític a l'Europa emergent: fins a quin punt ens hem de preocupar?

Europa emergent: creixement amb menys riscos

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Gener 2018

CaixaBank, S.A.
Planificació Estratègica i Estudis

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

Data de tancament d'aquesta edició:
31 de desembre 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 *Mario Draghi i el seu* «parole, parole»

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *ICIE 2017: resultats principals*

16 *La geopolítica en un món globalitzat: que parlin les dades!*

18 UNIÓ EUROPEA

21 *Quina serà la futura relació entre la UE i el Regne Unit?*

22 *La renda mínima a debat davant un mercat laboral en transformació*

24 ECONOMIA ESPANYOLA

27 *La complexitat de les exportacions espanyoles*

28 *L'impacte de la política monetària sobre el preu de l'habitatge*

29 *Com estan de diversificades les fonts de finançament empresarial a Espanya?*

32 DOSSIER: EUROPA EMERGENT

32 *Anàlisi del cicle econòmic de l'Europa emergent*
Oriol Carreras Baquer

34 *Els dividends de la integració de l'Europa emergent a la UE*
Àlex Ruiz

36 *Risc polític a l'Europa emergent: fins a quin punt ens hem de preocupar?*
Javier Garcia-Arenas

38 *Europa emergent: creixement amb menys riscos*
Roser Ferrer

La febre de les monedes virtuals

El 2017, el preu del *bitcoin* –la moneda virtual més coneguda– es va arribar a multiplicar per 20 entre començament de l'any i mitjan desembre, des dels 1.000 als 20.000 dòlars. Al preu màxim assolit pel *bitcoin*, la pizzeria que, el 2010, va ingressar 10.000 *bitcoin*s per la venda de dues pizzes, en el que va ser la primera transacció de la història de la moneda, hauria arribat a tenir 200 milions de dòlars.

L'alt preu del *bitcoin* podria ser raonable si aquesta moneda s'arribés a convertir en un mitjà de pagament comunament acceptat i/o en un actiu utilitzat com a reserva de valor.

Actualment, però, no és ni una cosa ni l'altra. La seva utilització al comerç electrònic o en altres àmbits de l'economia formal és anecdòtica, malgrat que cal sospitar que el seu ús està més estès en activitats il·lícites. Per a aquestes activitats, l'anonimat que ofereix el *bitcoin* és molt valuós. D'altra banda, l'enorme volatilitat que ha exhibit fins avui dificulta el seu rol com a reserva de valor, tot i que la converteix en un instrument fenomenal per a l'especulació.

El seu grau d'acceptació futur també és una gran incògnita. Entre els seus avantatges, es tendeix a destacar la privacitat que ofereix l'anonimat, el compromís que només es crearan un nombre fix de *bitcoin*s i uns suposats baixos costos de transacció. Des d'un punt de vista social, però, l'anonimat per a grans transaccions sol afavorir l'economia submergida (per alguna raó els països tendeixen a prohibir les transaccions en efectiu per damunt d'una certa suma); la congelació de l'oferta de moneda contravé els principis bàsics de la política monetària, perquè és deflacionista, i els costos de transacció no són tan baixos quan un té en compte l'energia i el poder computacional que consumeix la moneda virtual.

En contra seva juguen altres factors. En primer lloc, no solament ningú està obligat, per llei, a acceptar-lo (no es tracta d'una moneda de curs legal), sinó que corre un risc seriós que se'n restringeixi l'ús, en especial si guanya pes la seva utilització en activitats il·lícites. A més a més, el *bitcoin* haurà de competir amb altres monedes virtuals, i no es pot descartar que algunes tinguin el suport de l'Estat i que siguin de curs legal (per què no un euro encriptat emès pel BCE?). I, finalment, com han posat en evidència diferents atacs sobre plataformes de custòdia i d'intercanvi, el risc de frau o de robatori per als tenidors de *bitcoin*s no és menyspreable.

Totes aquestes incerteses qüestionen l'espectacular alça que ha experimentat el *bitcoin*. En aquests moments, el preu al qual es paga un *bitcoin* sembla més sustentat en l'especulació i en les emocions que en un càlcul racional. I, com a resultat, és possible que s'estigui inflant una bombolla. De fet, l'evolució del *bitcoin* fins avui encaixa força bé amb les fases inicials d'una bombolla identificades per Kindleberger i Minsky: l'aparició d'una nova tecnologia, en aquest cas el *blockchain*, amb un gran potencial que va molt més allà de la seva utilització en les monedes virtuals; un *boom* de preus que es poden allunyar del valor fonamental, i la fase d'eufòria, amb una escalada exponencial dels preus. Les següents fases implicarien la presa de guanys pels inversors més avesats i, finalment, una fase de pànic i un enfonsament de preus.

Qui sap què succeirà. Parafrasejant el que va dir Isaac Newton després de perdre la seva inversió en la bombolla de la Companyia del Mar del Sud el 1720, «és més fàcil predir el moviment dels cossos celestes que les emocions dels inversors».

Enric Fernández
Economista en cap
31 de desembre de 2017

CRONOLOGIA

DESEMBRE 2017

13 La Fed augmenta el tipus oficial en 25 p. b. i el situa en l'interval 1,25%-1,50%.
15 L'agència de qualificacions Fitch apuja el *rating* de Portugal a grau d'inversió (BBB).
El Consell Europeu ratifica l'acord assolit amb el Regne Unit sobre els termes de separació del *brexit*.
20 S'aprova la reforma fiscal als EUA.

NOVEMBRE 2017

2 El Banc d'Anglaterra apuja el tipus d'interès de referència en 25 p. b. fins al 0,50%.
Jerome Powell és nomenat nou president de la Reserva Federal dels EUA en substitució de Janet Yellen.
30 L'OPEP anuncia una pròrroga de les retallades de producció fins al final de l'any 2018, nou mesos més del que s'havia acordat inicialment.

OCTUBRE 2017

22 Shinzō Abe és ratificat com a primer ministre del Japó.
24 El XIXè Congrés del Partit Comunista de la Xina reelegeix Xi Jinping com a secretari general per a un segon mandat de cinc anys.
26 El BCE anuncia la seva intenció de reduir el volum de compres d'actius (QE). En concret, a partir del gener i fins al setembre del 2018, el BCE rebaixarà les adquisicions mensuals de 60.000 a 30.000 milions d'euros.

SETEMBRE 2017

15 Standard & Poor's millora el *rating* sobirà de Portugal de BB+ a BBB– i el situa dins el grau d'inversió.
20 La Fed anuncia que, a l'octubre, començarà a reduir el seu balanç. Inicialment, es deixaran de reinvertir venciments per valor de 6.000 milions de dòlars en deute públic i 4.000 en deute i en bons de titulització hipotecària, xifres que augmentaran de forma gradual en els propers trimestres.
21 Standard & Poor's rebaixa el *rating* sobirà de la Xina d'AA– a A+.
25 Angela Merkel guanya les eleccions generals d'Alemanya.

AGOST 2017

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

AGENDA

GENER 2018

3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
8 Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (desembre).
11 Índex de producció industrial (novembre).
16 Comptes financers (3T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (novembre).
19 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
26 Enquesta de població activa (4T).
27 PIB dels EUA (4T).
29 Avanç del PIB (4T).
30 Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (gener).
31 Balança de pagaments (novembre). Avanç de l'IPC (gener).
Comitè de Mercat Obert de la Fed.
PIB de la zona de l'euro (4T).

FEBRER 2018

2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (gener).
3 Consell Europeu.
8 Índex de producció industrial (desembre).
13 PIB del Japó (4T).
17 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (desembre).
20 Comerç exterior (desembre).
27 Avanç de l'IPC (febrer).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (febrer).
28 Balança de pagaments (desembre).

L'activitat mundial, a bona marxa

L'economia global encara el 2018 amb optimisme. Els indicadors mostren que l'activitat econòmica mundial va avançar el 3,6% en el conjunt del 2017, després del 3,2% del 2016, i que va complir els pronòstics d'acceleració del creixement fets fa un any. En especial, a les economies avançades, l'activitat es va beneficiar d'una millora de la confiança per part de les empreses i dels consumidors, la qual, als mercats financers, es va reflectir en les importants revaloracions de les borses. L'optimisme inversor va ser particularment important als EUA, on l'índex borsari S&P 500 va augmentar gairebé el 20% en el conjunt de l'any (el +9,5% el 2016), però també va ser remarcable a Europa, on l'Eurostoxx 50 va passar d'un pobre augment del 0,7% el 2016 a un significatiu +6,5% el 2017. A més a més, entre les economies emergents, l'índex borsari MSCI es va revalorar més del 30%, en una conjuntura de sortida de la recessió d'economies clau, com el Brasil i Rússia, i de recuperació de la borsa xinesa després del neguit de l'inici del 2016 (índex de la borsa de Xangai en el +6,6% el 2017, enfront del –12,3% del 2016).

La política i els bancs centrals marquen el compàs. En aquesta conjuntura favorable, persisteixen els riscos de naturalesa geopolítica i macrofinancera. Entre les economies emergents, un dels que es repeteix any rere any és la gestió de la desacceleració de l'economia xinesa, en el seu camí cap a un major pes del consum domèstic i del sector serveis, i dels seus desequilibris financers. En aquest sentit, al desembre, el Politburó del Partit Comunista va marcar com a prioritats per al 2018 mitigar els riscos financers, lluitar contra la contaminació i reduir la pobresa, la qual cosa suggereix un menor estímul econòmic i mesures mediambientals que contribuiran a una desacceleració moderada del creixement. A les economies avançades, el focus s'ha orientat cap a la maduresa de l'expansió dels EUA i l'enduriment de la política monetària de la Reserva Federal (Fed). En particular, després d'un 2016 dubitatiu, en què la Fed només va realitzar una de les tres pujades de tipus projectades, la institució va culminar el 2017 amb tres augments, l'últim el desembre passat, i va apujar el tipus de referència fins a l'interval 1,25%-1,50%. A més a més, davant la fortalesa del mercat laboral i la recuperació prevista de la inflació, al desembre, la Fed va reiterar la projecció de tres noves pujades de tipus el 2018. Aquest escenari va ser reforçat, cap a la meitat del mes, per l'aprovació final de la reforma tributària de l'Administració Trump. S'estima que la reforma impulsarà el creixement de forma moderada, però, atès que l'economia nord-americana es troba gairebé en plena ocupació, els riscos s'esbiaixen cap a un major impacte sobre la inflació i cap a una normalització monetària més agressiva. No obstant això, els actius financers descompten fins i tot menys de tres pujades per part de la Fed, de manera que el reajustament de les expectatives financeres és una altra font de risc, en especial si es tenen en compte les elevades cotitzacions de la borsa nord-americana.

Europa avança amb més fermesa. Entre les economies avançades, la major sorpresa positiva de l'any es va produir a la zona de l'euro, que, camí de créixer el 2,4% en el conjunt del 2017, ha batut amb escreix les previsions fetes un any enrere. Aquesta major fermesa de l'escenari es va reflectir en l'actualització del quadre macroeconòmic que el Banc Central Europeu (BCE) va presentar en la reunió del desembre, en què projecta un avanç del 2,3% per al 2018. La millora de les perspectives deriva d'una distribució més homogènia del creixement entre països, també al conjunt de la UE. En aquest sentit, al Dossier d'aquest mes, analitzem la importància creixent de les economies europees emergents, el PIB de les quals va créixer el 5,3% en el 3T 2017, liderades per Polònia (el 5,2%), la República Txeca (el 5,0%), Hongria (el 4,1%) i Romania (el 8,6%). Des de la seva entrada a la UE, aquestes economies han experimentat una clara modernització institucional, però, en els últims anys, les polítiques de caire populista han guanyat suports. A Polònia, per exemple, en resposta a les polèmiques reformes del sistema judicial dutes a terme pel Govern, la Comissió Europea va engegar al desembre un procés legal que podria retirar-li el dret a vot a la UE.

Espanya destaca entre les economies de la zona de l'euro. Els indicadors d'activitat assenyalen que el ritme de creixement es manté en cotes elevades en l'últim trimestre de l'any, i el model de previsió de CaixaBank Research apunta a un avanç del 0,7% intertrimestral, molt similar al 0,8% del 3T. D'aquesta manera, l'economia espanyola haurà sumat tres anys excepcionalment bons, amb un creixement superior al 3% i amb la creació d'1,5 milions de llocs de treball, i encara el 2018 amb la perspectiva de mantenir el creixement en cotes elevades i de donar continuïtat a la correcció dels principals desequilibris. En particular, gràcies a la bona marxa de l'economia i a l'entorn de tipus baixos, el 2017, el dèficit públic complirà l'objectiu del 3,1% pactat amb la Comissió Europea, i, de cara al 2018, s'espera que se situï en el 2,5%. No obstant això, atès l'elevat nivell de deute públic, és convenient no deixar la correcció del dèficit només en mans de l'increment cíclic i centrar-se en mesures que garanteixin una millora estructural dels comptes públics.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,2	3,6	3,8	3,8	3,6	3,8	3,7	3,9	3,8	3,7
Països desenvolupats	*1,7*	*2,2*	*2,2*	*1,9*	*2,2*	*2,3*	*2,4*	*2,4*	*2,2*	*2,1*
Estats Units	1,5	2,2	2,4	2,0	2,2	2,3	2,4	2,7	2,5	2,3
Zona de l'euro	1,8	2,4	2,2	1,7	2,4	2,6	2,6	2,5	2,3	2,1
Alemanya	1,9	2,6	2,3	1,8	2,3	2,8	3,0	2,7	2,5	2,2
França	1,1	1,8	1,8	1,6	1,8	2,2	2,2	2,1	1,9	1,7
Itàlia	1,1	1,6	1,2	0,9	1,5	1,7	1,7	1,4	1,3	1,2
Portugal	1,5	2,7	2,2	2,1	3,0	2,5	2,3	1,9	2,3	2,3
Espanya	3,3	3,1	2,4	2,3	3,1	3,1	3,0	2,7	2,4	2,2
Japó	0,9	1,7	1,3	1,0	1,7	2,1	1,7	1,7	1,2	0,9
Regne Unit	1,8	1,6	1,5	1,9	1,5	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5
Països emergents	*4,3*	*4,6*	*4,9*	*5,0*	*4,6*	*4,8*	*4,7*	*4,9*	*4,9*	*4,9*
Xina	6,7	6,8	6,5	6,3	6,9	6,8	6,7	6,6	6,4	6,4
Índia	7,9	6,3	7,3	7,5	5,7	6,3	7,0	7,0	7,2	7,4
Indonèsia	5,0	5,1	5,5	5,6	5,0	5,1	5,3	5,5	5,5	5,5
Brasil	–3,5	0,9	2,3	2,7	0,4	1,4	1,8	1,6	2,3	2,5
Mèxic	2,9	2,1	2,2	2,6	1,9	1,5	1,7	1,9	2,2	2,3
Xile	1,6	1,4	2,6	3,0	1,0	2,2	2,2	2,5	2,6	2,6
Rússia	–0,3	1,7	1,8	2,4	2,5	1,8	2,0	1,9	1,8	1,6
Turquia	3,2	6,5	3,7	3,6	5,4	11,1	4,3	4,5	4,0	3,3
Polònia	2,7	4,4	3,4	3,0	4,3	5,0	4,0	3,6	3,5	3,2
Sud-àfrica	0,4	0,9	1,4	1,5	0,5	1,0	1,3	1,8	1,4	1,2
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	3,1	3,2	3,2	3,0	3,0	3,2	3,2	3,3	3,3
Països desenvolupats	*0,8*	*1,7*	*1,8*	*1,8*	*1,6*	*1,7*	*1,7*	*1,6*	*1,9*	*2,0*
Estats Units	1,3	2,1	2,3	2,0	1,9	2,0	2,1	1,9	2,5	2,5
Zona de l'euro	0,2	1,6	1,5	1,8	1,5	1,5	1,5	1,3	1,4	1,6
Alemanya	0,4	1,7	1,6	1,9	1,6	1,7	1,6	1,4	1,5	1,7
França	0,3	1,2	1,4	1,8	1,0	0,9	1,3	1,2	1,3	1,4
Itàlia	0,0	1,4	1,3	1,6	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,3
Portugal	0,6	1,6	1,7	1,7	1,7	1,3	1,9	1,8	1,4	1,9
Espanya	–0,2	2,0	1,6	1,9	2,0	1,7	1,5	1,0	1,6	2,1
Japó	–0,1	0,4	1,0	0,9	0,4	0,6	0,5	1,2	1,0	1,1
Regne Unit	0,7	2,7	2,4	2,3	2,7	2,8	3,0	2,4	2,5	2,4
Països emergents	*4,3*	*4,1*	*4,2*	*4,1*	*3,9*	*4,0*	*4,2*	*4,3*	*4,3*	*4,3*
Xina	2,0	1,6	2,1	2,3	1,4	1,6	2,1	2,4	2,4	2,2
Índia	4,9	3,3	4,3	4,9	2,2	3,0	4,4	4,3	4,2	4,6
Indonèsia	3,5	3,8	3,8	4,6	4,3	3,8	3,3	3,1	3,6	4,0
Brasil	8,8	3,5	3,8	4,3	3,6	2,6	2,9	3,3	3,9	4,0
Mèxic	2,8	5,9	3,9	3,5	6,1	6,5	6,0	4,5	3,8	3,8
Xile	3,8	2,2	2,9	3,0	2,3	1,7	2,2	2,6	3,0	3,0
Rússia	7,1	3,9	3,7	4,0	4,2	3,4	3,3	3,5	3,3	4,0
Turquia	7,8	10,6	8,2	7,5	11,5	10,6	10,3	9,0	8,5	7,7
Polònia	–0,2	1,6	2,2	2,5	1,5	1,5	1,7	2,0	2,3	2,3
Sud-àfrica	6,3	5,3	5,1	5,4	5,3	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4

Previsions

Economia espanyola

	2016	2017	2018	2019	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
Agregats macroeconòmics										
Consum de les llars	2,9	2,4	2,0	1,9	2,4	2,4	2,5	2,3	2,0	1,8
Consum de les AP	0,8	1,2	1,0	0,8	1,1	1,0	1,8	1,2	1,0	0,9
Formació bruta de capital fix	3,3	4,8	3,2	3,0	3,8	5,4	5,3	3,3	3,5	2,9
Béns d'equipament	4,9	5,8	3,4	2,6	3,8	6,1	7,0	3,6	4,5	2,7
Construcció	2,4	4,3	2,9	3,2	4,0	4,9	4,2	2,8	2,5	3,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	2,6	2,5	2,0	1,9	2,3	2,7	2,8	2,2	2,1	1,8
Exportació de béns i serveis	4,8	5,2	4,1	4,2	4,4	4,9	5,1	2,9	3,9	5,1
Importació de béns i serveis	2,7	4,0	3,2	3,2	2,3	4,0	5,0	1,8	3,4	4,2
Producte interior brut	**3,3**	**3,1**	**2,4**	**2,3**	**3,1**	**3,1**	**3,0**	**2,7**	**2,4**	**2,2**
Altres variables										
Ocupació	3,0	2,7	2,1	2,0	2,9	2,9	3,1	2,5	2,3	1,9
Taxa d'atur (% pobl. activa)	19,6	17,1	15,4	13,7	17,2	16,4	16,2	16,7	15,5	14,8
Índex de preus de consum	–0,2	2,0	1,6	1,9	2,0	1,7	1,5	1,0	1,6	2,1
Costos laborals unitaris	–0,6	–0,1	1,0	1,3	–0,4	–0,4	0,4	0,5	1,2	1,1
Saldo op. corrents (acum., % PIB) [1]	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Cap. o nec. financ. resta món (acum., % PIB) [1]	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
Saldo públic (acum., % PIB) [2]	–4,3	–3,1	–2,5	–2,1						

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,51	1,10	1,75	2,52	1,05	1,25	1,30	1,50	1,58	1,83
Líbor 3 mesos	0,74	1,26	1,99	2,77	1,20	1,32	1,47	1,65	1,88	2,10
Líbor 12 mesos	1,37	1,79	2,30	2,86	1,75	1,73	1,92	2,09	2,23	2,37
Deute públic a 2 anys	0,84	1,39	2,40	3,16	1,28	1,36	1,69	1,98	2,26	2,53
Deute públic a 10 anys	1,84	2,33	2,86	3,52	2,26	2,24	2,38	2,54	2,75	2,97
Euro										
Refi BCE	0,01	0,00	0,00	0,08	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euríbor 3 mesos	–0,26	–0,33	–0,33	–0,07	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33	–0,33
Euríbor 12 mesos	–0,03	–0,15	–0,17	0,22	–0,13	–0,16	–0,19	–0,18	–0,18	–0,18
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,58	–0,75	–0,51	0,06	–0,74	–0,72	–0,74	–0,64	–0,55	–0,47
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,10	0,36	0,65	1,39	0,31	0,42	0,38	0,51	0,60	0,70
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,13	1,16	1,19	1,10	1,17	1,18	1,16	1,15	1,16
¥/€	120,30	126,64	132,69	135,36	122,21	130,38	132,92	131,88	131,31	132,64
£/€	0,82	0,88	0,87	0,86	0,86	0,90	0,89	0,88	0,87	0,87
PETROLI										
Brent ($/barril)	45,04	54,80	62,00	63,75	50,92	52,18	61,43	62,00	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,62	53,31	53,82	46,34	44,84	51,95	52,97	53,60	53,68

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

Previsions

CONJUNTURA · Els mercats financers internacionals tanquen l'any amb temperància

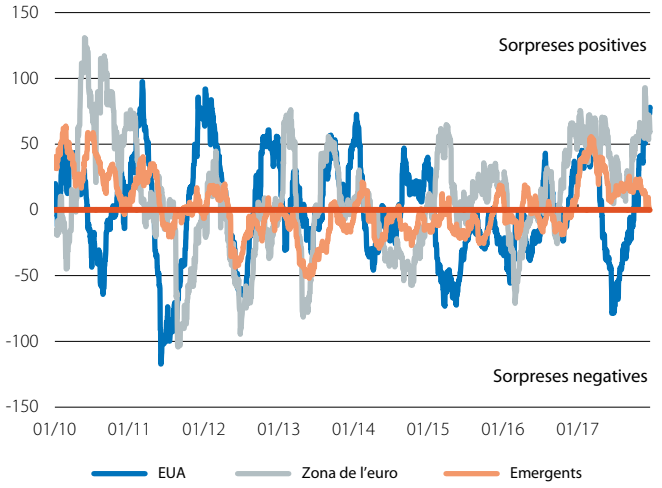
Els mercats acaben un bon any amb sobrietat. En un escenari macroeconòmic positiu, que ha complert l'acceleració del creixement global pronosticada al final del 2016, els mercats financers internacionals van exhibir un to constructiu. En conjunt, l'any es va caracteritzar per avanços importants en les cotitzacions borsàries, per augments moderats dels tipus d'interès, per una depreciació generalitzada del dòlar enfront de les principals divises internacionals i per un increment gradual del preu del petroli. Un reflex clar d'aquest panorama macrofinancer positiu el trobem en l'estratègia de tipus de la Fed. Després d'un 2016 dubitatiu, en què la Fed va apujar tipus en una única ocasió, el 2017, la institució va mostrar més confiança en l'escenari macrofinancer, va completar tres pujades de tipus (l'última, al desembre passat) i va reiterar l'expectativa de tres nous increments de cara al 2018. Així, mentre que, a l'inici de l'any, els mercats mostraven un cert escepticisme sobre l'estratègia anunciada per la Fed, en els últims mesos, els inversors han anat ajustant a l'alça les seves expectatives de tipus d'interès. Amb tot plegat, al desembre, els mercats financers van acabar l'any amb augments dels tipus d'interès sobirans dels EUA i d'Alemanya i amb guanys moderats a les borses avançades, mentre que, a les economies emergents, les borses van registrar guanys malgrat mostrar una certa volatilitat i les divises van mantenir una lleugera apreciació enfront del dòlar.

La maduresa del cicle econòmic i la geopolítica marcaran les cotitzacions el 2018. Paral·lelament a la major fermesa macroeconòmica, els mercats van operar, el 2017, en un entorn de volatilitat financera molt baixa, tant en renda fixa com variable. Així, després de deixar enrere l'episodi d'aversió al risc al voltant de les eleccions presidencials franceses (primera meitat de l'any), el clima de baixa volatilitat només es va veure pertorbat per repunts puntuals de la incertesa política, en especial arran de les tensions diplomàtiques entre els EUA i Corea del Nord. Malgrat que aquests repunts van ser breus i continguts, la proliferació de riscos de caràcter geopolític i comercial (intensificació de la guerra freda al Pròxim Orient, tensions amb Corea del Nord i renegociacions del NAFTA) continuarà sent una font de possible inestabilitat financera. A més a més, a aquest factor caldrà sumar-li el fet que, a mesura que l'economia dels EUA s'endinsi en una fase més madura del cicle, els inversors es poden tornar més sensibles a l'aparició d'indicadors econòmics menys pròspers o a sorpreses a l'alça de la inflació, en especial si tenim en compte l'existència de dubtes sobre la sostenibilitat de les elevades cotitzacions de la borsa nord-americana.

Les borses desenvolupades moderen els guanys. Al desembre, els actius de renda variable de les principals economies avançades van registrar lleugers augments, liderades per la borsa nord-americana i per l'optimisme inversor sobre la reforma impositiva aprovada recentment pel Congrés dels EUA (que inclou una

Índex de sorpreses econòmiques

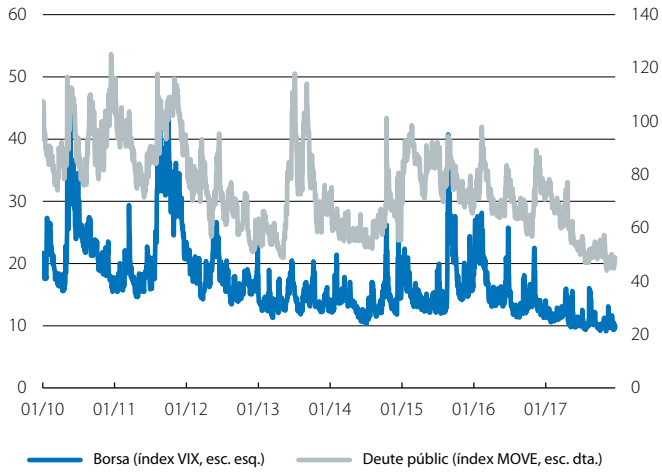
Nivell



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

Volatilitat implícita als mercats financers

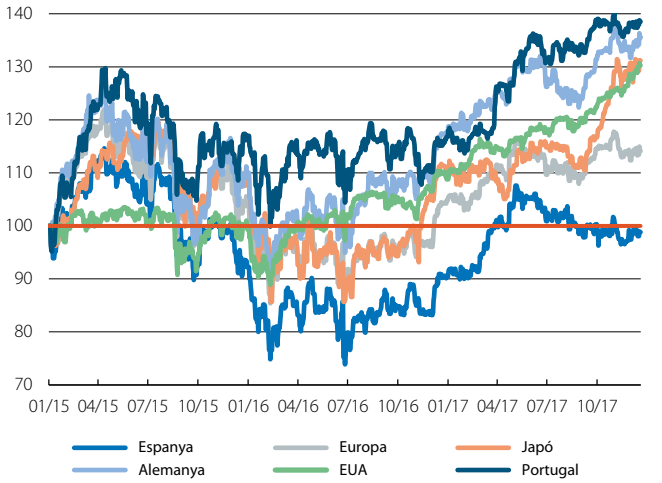
Índex *Índex*



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.*

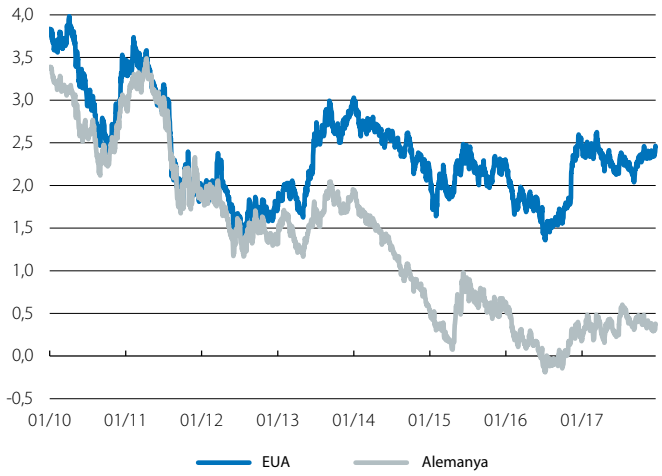
reducció de l'impost de societats). Per la seva banda, les pèrdues van acabar imposant-se als principals parquets de la zona de l'euro, amb més moderació a Alemanya i a Portugal i amb una mica més d'intensitat a les economies de la perifèria. D'aquesta manera, la renda variable avançada tanca un any molt positiu. Als EUA, l'índex S&P 500 va registrar una revaloració propera al 20% en el conjunt de l'any i va batre màxims històrics mes a mes (tot i que, paral·lelament, van començar a sorgir dubtes sobre la seva sostenibilitat), mentre que, a Europa, l'Eurostoxx 50 va completar l'any amb una revaloració propera al 6,5%.

La Fed tanca el 2017 amb la tercera pujada de tipus de l'any. Com s'esperava, en la reunió de desembre, el Comitè Federal del Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) va augmentar el tipus d'interès objectiu en 25 p. b. fins a l'interval 1,25%-1,50%. Contrastant amb el clima dubitatiu del 2016, quan només s'havia dut a terme una de les tres pujades previstes, la Fed va incrementar, durant el 2017, el tipus de referència en tres ocasions (al març, al juny i al desembre) i va complir, així, els pronòstics fixats al desembre del 2016. A més a més, l'actualització trimestral del quadre macroeconòmic de la Fed va reflectir la perspectiva que l'economia nord-americana continuarà creixent per damunt del seu potencial en els propers anys, en unes previsions que, segons va indicar la presidenta Janet Yellen, incorporen l'impacte de la reforma impositiva de l'Administració Trump. Per aquest motiu, els membres del FOMC van reafirmar la voluntat de mantenir l'enduriment gradual de la política monetària i van reiterar una projecció de tres pujades de tipus el 2018 i dues més el 2019, una expectativa coherent amb l'escenari de CaixaBank Research. Després d'aquests anuncis, els mercats van reaccionar sense moviments importants, tot i que cal destacar que, des del setembre, el nombre de pujades de tipus esperat pel mercat de cara al 2018 s'ha mogut de forma gradual a l'alça i ha passat d'una a dues.

El BCE encara el 2018 amb perspectives més fermes per a la zona de l'euro. Després dels importants anuncis de l'octubre (prolongació del programa de compra d'actius (QE) entre el gener i el setembre del 2018 a un ritme de 30.000 milions mensuals), al desembre, la reunió del Consell de Govern (CG) del BCE es va tancar sense canvis en els paràmetres de política monetària. Així, el CG es va concentrar en l'actualització del quadre macroeconòmic del 2018-2020, i, com ja havia fet en diferents ocasions al llarg de l'any, el BCE va revisar a l'alça les perspectives de creixement de la zona de l'euro. De la mateixa manera que, en la primera meitat del 2017, aquestes revisions a l'alça van contribuir a reorientar les expectatives dels inversors cap a la reducció del QE anunciada a l'octubre, el major optimisme que destil·la el nou quadre macroeconòmic reforça l'expectativa que, en la segona meitat del 2018, s'anunciï el final de les compres netes d'actius. No obstant això, l'actualització de l'escenari econòmic també reflecteix una recuperació molt gradual de la inflació, i, en aquest sentit, el CG va recordar que el BCE mantindrà la seva presència als mercats durant un llarg període de temps gràcies a la reinversió dels venciments. Les cotitzacions van rebre els anuncis del BCE sense moviments remarcables i les primes de risc sobiranes de la zona de l'euro es van mantenir

Rendibilitat del deute públic a 10 anys

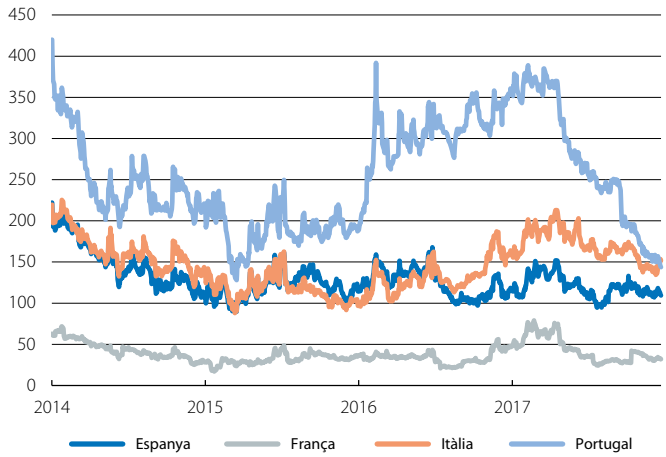
(%)



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

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

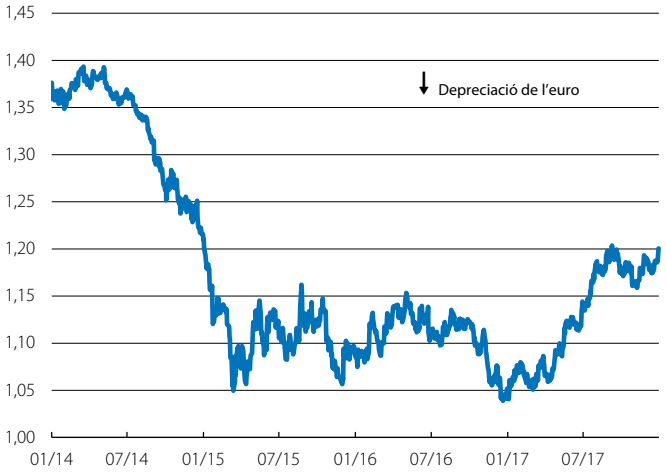
(p. b.)



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.*

relativament estables. L'excepció destacada va ser Portugal, on la prima de risc va caure per sota de la italiana (per primera vegada des del gener del 2010) després que Fitch augmentés el rating sobirà de BB+ a BBB.

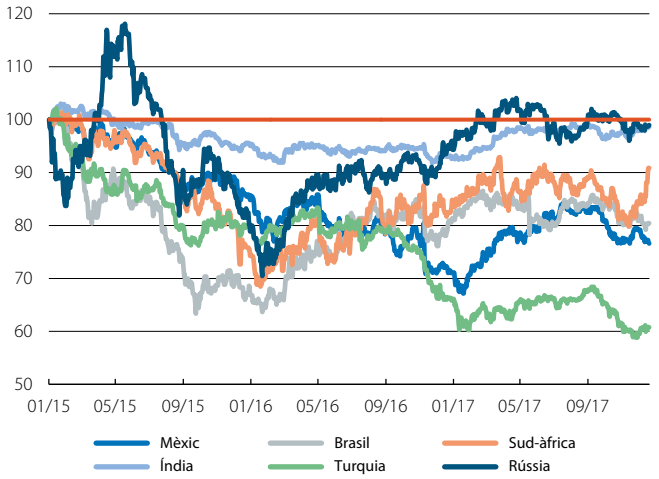
El dòlar frena la depreciació enfront de l'euro. Després de la depreciació patida al novembre (del 2,2%, que va comportar passar d'1,16 a 1,19 dòlars per euro), el tipus de canvi euro-dòlar es va estabilitzar al desembre al voltant dels 1,18 dòlars per euro, amb el suport de l'optimisme inversor propiciat per la reforma impositiva de l'Administració Trump i pel compromís de la Fed amb un enduriment gradual de la política monetària, tot i que, en l'última setmana del mes, es va depreciar de nou fins als 1,20 dòlars per euro. En el conjunt de l'any, el dòlar va acumular una depreciació superior al 12% en el canvi amb l'euro. En la mateixa línia, la major part de les divises del bloc emergent van mantenir la tònica d'apreciació en relació amb el dòlar. Al desembre, el cas més remarcable d'aquest enfortiment es va produir a Sud-àfrica, on el rand es va apreciar més del 10% enfront del dòlar en resposta a l'elecció de Cyril Ramaphosa com a nou líder del Congrés Nacional Africà (el candidat que prometia una major lluita contra la corrupció). A l'altre extrem, el peso mexicà va patir un nou episodi de depreciació (el –5,2% enfront del dòlar) a conseqüència de la incertesa sobre la renegociació del NAFTA.

Les borses emergents avancen amb més moderació. Després d'un novembre d'inestabilitat, els mercats de renda variable de les economies emergents van encarar l'últim mes de l'any amb guanys més moderats. En concret, l'índex MSCI de les economies emergents va créixer lleugerament per damunt del 3%, amb una mica més d'embranzida a l'Amèrica Llatina que a les economies asiàtiques emergents (on va destacar l'estabilització de la borsa xinesa, que havia caigut el –2,2% al novembre). No obstant això, en el conjunt de l'any, els avanços van ser molt considerables i clarament superiors als del 2016. En particular, l'índex MSCI emergent es va revalorar més del 30% (el +8,6% el 2016), liderat per les borses emergents d'Àsia (amb un índex MSCI regional del +40,1% el 2017, enfront del 3,8% del 2016) i, en especial, pel funcionament més positiu de la borsa xinesa (el +6,6% el 2017, enfront del –12,3% del 2016).

El preu del petroli s'estabilitza. En les tres primeres setmanes de desembre, la cotització del barril de qualitat Brent va frenar la senda alcista que havia seguit al llarg de l'octubre i del novembre i va fluctuar al voltant dels 63 dòlars, tot i que, en l'última setmana del mes, va tornar a repuntar fins a superar els 66 dòlars. Aquestes dinàmiques es van produir després que, el 30 de novembre, l'OPEP anunciés la prolongació de l'acord de retallada de la producció de cru fins al final del 2018. L'acord, anunciat inicialment al novembre del 2016, va donar suport a la recuperació del preu del petroli fins a estabilitzar-lo, en la primera meitat del 2017, al voltant dels 50-55 dòlars per barril i, gràcies al fort compromís mostrat amb les retallades de producció al llarg de l'any, es va guanyar la credibilitat dels inversors. D'aquesta manera, de cara al 2018, la seva renovació dóna suport a l'estabilitat del preu del petroli en les cotes actuals, però cal recordar que els possibles repunts de la producció de *shale* als EUA limiten el recorregut a l'alça del preu del cru.

Divises emergents enfront del dòlar

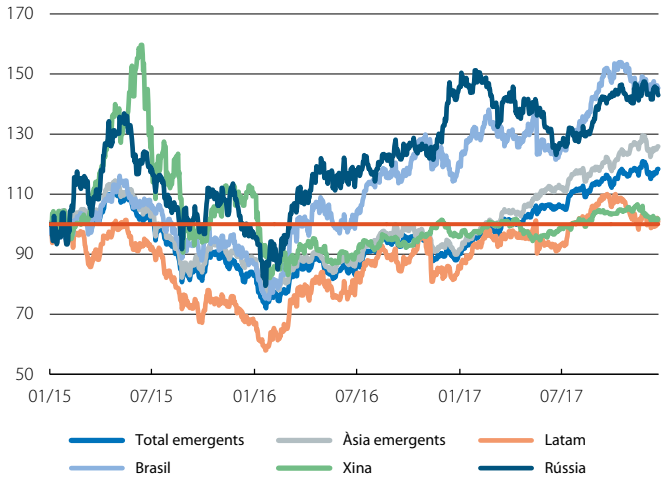
Índex (100 = gener 2015)



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

Borses emergents per geografia

Índex (100 = gener 2015)



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 · Mario Draghi i el seu «*parole, parole*»

El Banc Central Europeu (BCE) no modifica els tipus d'interès des del 16 de març del 2016, però no per això ha deixat de banda la política monetària. L'instrument que ha guanyat més protagonisme en els últims anys ha estat el programa de compra d'actius (QE), que ha estat recalibrat tant en durada com en dimensió. No obstant això, hi ha una altra eina, aparentment més anodina i desproveïda de l'aura tècnica, que pot ser, fins i tot, més efectiva: les paraules.

El poder de la comunicació dels bancs centrals queda ben il·lustrat al primer gràfic. El 24 de juliol del 2012, la prima de risc de la perifèria de la zona de l'euro va assolir els 605 p. b., el seu màxim històric, enmig de dubtes sobre la continuïtat de l'euro. Dos dies més tard, el president del BCE, Mario Draghi, va posar fi a aquestes pors amb una simple frase: «Dins el nostre mandat, el BCE està preparat per fer el que faci falta per garantir la supervivència de l'euro. I, creguin-me, serà suficient». Des d'aquest mateix dia, les primes de risc van iniciar un descens vertiginós i el discurs de Draghi va passar a la història de la política monetària com el del «*whatever it takes*» («el que faci falta»).

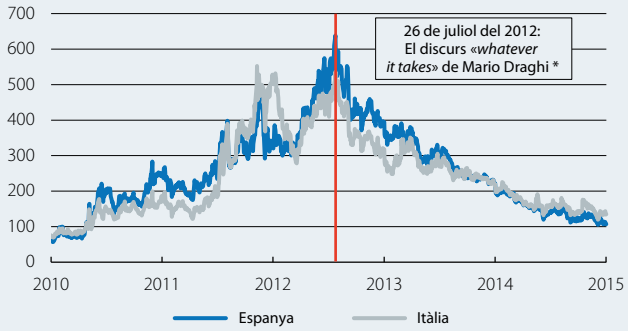
El poder de la comunicació procedeix del fet que la política monetària no solament es transmet a través de la seva configuració present, sinó també mitjançant les expectatives que els inversors i els estalviadors tenen sobre la seva configuració futura. Històricament, els bancs centrals havien negligit aquest segon mecanisme. Per exemple, abans del 1994, la Fed no informava sobre les decisions preses en les reunions: els inversors les havien de desxifrar observant les transaccions diàries realitzades per la Fed. No obstant això, com veiem al segon gràfic, des del final de la dècada de 1990, els bancs centrals han fet un ús creixent de la comunicació, no solament amb intervencions públiques, sinó també amb la publicació de previsions econòmiques, molt influents entre els analistes i els inversors, i d'articles acadèmics, amb els quals participen en la construcció de narratives (quelcom especialment rellevant en conjuntures incertes com la dels últims anys). A més a més, els objectius d'inflació també formen part de la comunicació, ja que, en ser públics, permeten anticipar la reacció de la política monetària als diferents esdeveniments.

En els últims anys, a aquesta nova perspectiva sobre el funcionament de la política monetària, s'ha afegit un element conjuntural. Després de dur els tipus d'interès de referència (típicament, a curt termini) fins a nivells propers al 0%, els bancs centrals han continuat influint els tipus d'interès a mitjà i a llarg termini (més rellevants per a les decisions d'estalvi i d'inversió) mitjançant l'«orientació futura», és a dir, el curs probable de la política monetària (per exemple, el BCE indica que espera mantenir els tipus d'interès inalterats durant un període llarg de temps).

Atès l'ús creixent de la comunicació, han aparegut nombrosos estudis que n'analitzen els costos i els beneficis, els quals, en general, suggereixen que els bancs centrals han aconseguit els efectes desitjats. En primer lloc, l'augment de la comunicació ha anat associat a una millor comprensió, per part dels analistes i dels consumidors, dels fonaments teòrics sobre els quals els bancs centrals basen les decisions. Així, Dräger *et al.* (2015)[1] mostren que els esforços de la Fed per millorar la comunicació s'han traduït en una major proporció de consumidors i d'analistes que formen expectatives d'inflació, de creixement i de tipus d'interès coherents amb la teoria econòmica.

El poder de la comunicació del president del BCE

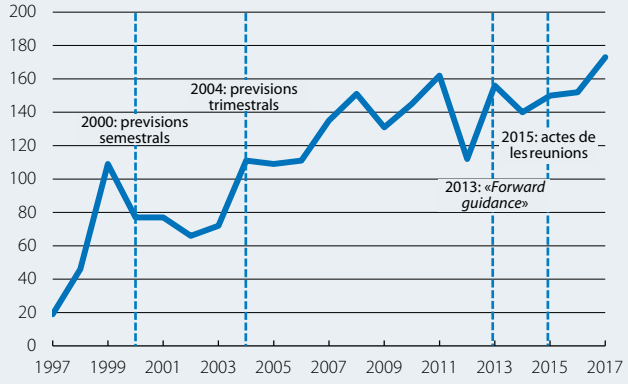
Primes de risc del deute sobirà espanyol i italià a 10 anys (p. b.)



Nota: ** El 26 de juliol del 2012, el president del BCE, Mario Draghi, va declarar a Londres que faria «el que faci falta » (en anglès, «*whatever it takes*») per preservar la moneda única.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.*

Presència pública del Consell de Govern del BCE

Nombre de discursos i d'entrevistes



Font: *CaixaBank Research, a partir de la informació de www.ecb.europa.eu.*

1. Dräger, L. *et al.* (2015), «Are Survey Expectations Theory-Consistent? The Role of Central Bank Communication and News», Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board, Washington.

En segon lloc, a més de la forta transmissió sobre les expectatives i sobre les cotitzacions financeres, ben exemplificada pel «*whatever it takes*» de Draghi, l'evidència també indica que els comunicats de la Fed i del BCE tenen poder predictiu sobre les decisions futures i, per tant, redueixen la incertesa que envolta les decisions de política monetària.[2]

Finalment, diferents estudis demostren que l'ús de la comunicació i, en particular, de l'«orientació futura» redueix la sensibilitat de les cotitzacions financeres a la publicació de dades macroeconòmiques,[3] la qual cosa denota, d'una banda, confiança en les promeses del banc central i, de l'altra, redueix la volatilitat financera. Precisament, Coenen *et al.* (2017)[4] demostren que, des del 2012, en els dies en què el BCE fa una roda de premsa, la volatilitat financera és inferior a la mitjana (diària) observada entre el 1999 i el 2011, i, en general, prevalen els episodis de reducció de la volatilitat.

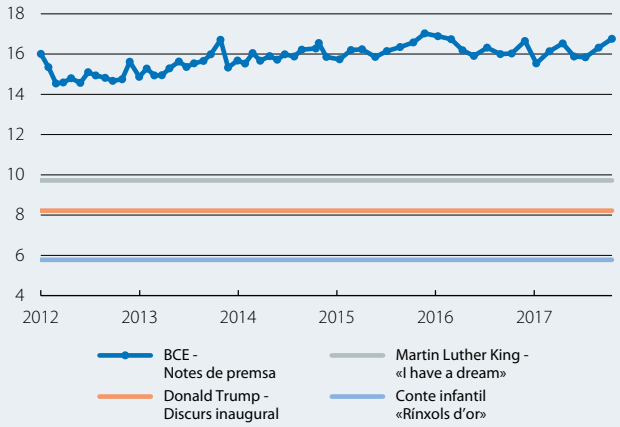
No obstant això, el resultat de Coenen *et al.* (2017) depèn del grau de complexitat del comunicat de premsa. En concret, els autors demostren que els comunicats de premsa més complexos generen més volatilitat financera. Aquest matís és especialment important si tenim en compte l'augment de la complexitat lingüística dels bancs centrals (vegeu el tercer gràfic), el qual, en part, és una conseqüència inevitable de l'ús d'eines no convencionals complexes, com els QE. Per aquest motiu, un ús més intensiu de la comunicació també pot provocar episodis de major inestabilitat. Per exemple, Ehrmann i Talmi (2016)[5] analitzen el cas del Banc de Canadà i mostren que, després d'una seqüència de comunicats posteriors a les reunions de política monetària molt semblants, la introducció de canvis una mica més substancials en el següent comunicat provoca un augment de la volatilitat financera.

Un altre cas en què la comunicació pot generar volatilitat és quan, arran de les pistes que dóna el banc central, els inversors centren l'atenció en l'evolució d'unes poques variables econòmiques i no les interpreten en profunditat. Un exemple el trobem en el paper de les expectatives d'inflació. En concret, els inversors saben que, davant una possible caiguda de les expectatives d'inflació, el BCE podria reaccionar amb una política monetària més acomodatícia. A més a més, els inversors també saben que, per analitzar l'evolució de les expectatives d'inflació, un dels indicadors que utilitza el BCE és un instrument financer anomenat *swap* d'inflació.[6] Així, els inversors interpreten una caiguda (augment) del tipus d'interès d'aquest swap com una caiguda (augment) de les expectatives d'inflació. No obstant això, com argumenta Shin (2017),[7] el tipus d'interès d'un swap d'inflació també està influït per factors idiosincràtics d'aquest mercat.[8] Atès que aquests altres factors acostumen a ser tècnics i difícils de mesurar, els inversors tendeixen a ignorar-los, però això els pot empènyer a inferir moviments erronis de les expectatives d'inflació. Per exemple, Shin (2017) defensa que, en part, l'entorn actual de tipus d'interès baixos reflecteix una lectura incorrecta dels tipus d'interès baixos dels *swaps*, que els inversors atribueixen a expectatives d'inflació baixes quan, en realitat, serien deguts a factors de mercat.

Aquest repàs del paper de la comunicació dels bancs centrals és especialment rellevant en l'actualitat, perquè la comunicació del BCE ha estat i serà clau en els propers trimestres. Ara com ara, el BCE ha reduït l'estímul monetari (amb un primer anunci de menors compres netes al desembre del 2016 i un altre a l'octubre del 2017) sense generar turbulències. No obstant això, la seva «orientació futura» és molt acomodatícia, i, amb l'acceleració de l'activitat de la zona de l'euro en els últims trimestres, haurà d'ajustar-la de manera més significativa en els propers mesos. Aquest serà el primer pas que faci el BCE el 2018 per preparar el final del QE, però, com apunta el gros de l'evidència que hem repassat, la seva implementació no serà trivial.

Complexitat de la comunicació del BCE

*Escala de Flesch-Kincaid **



Nota: ** L'escala de Flesch-Kincaid avalua la dificultat de comprensió lectora d'un text segons la longitud de les frases i de les paraules. Les paraules i les frases més llargues s'associen a una major dificultat de comprensió i a valors més alts en l'escala.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les notes de premsa posteriors a les reunions de política monetària del BCE i de www.flesh.sourceforge.net.*

2. Sturm, J. i de Haan, J. (2009), «Does Central Bank Communication really Lead to better Forecasts of Policy Decisions?», CESifo Working Paper Series.
3. Praet (2017), «Communicating the complexity of unconventional monetary policy in EMU», i Blinder *et al.* (2017), «Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis», ECB Working Papers.
4. Coenen *et al.* (2017), «Communication of monetary policy in unconventional times», ECB Working Paper.
5. Ehrmann, M. i Talmi, J. (2016), «Starting from a blank page? Semantic similarity in central bank communication and market volatility», ECB Working Paper.
6. Consisteixen en l'intercanvi d'un tipus d'interès fix per una xifra variable (si escau, la inflació). Atès que el tipus fix representa el cost d'assegurar-se contra la inflació, normalment s'interpreta com una mesura d'expectatives d'inflació.
7. Shin, H. (2017), «Can central banks talk too much?», ECB Conference.
8. Com una prima per risc d'inflació. Segons Shin (2017), en els últims anys, aquesta prima s'ha reduït de manera sostinguda.

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	29-des	30-nov	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	–1,0
Euríbor 12 mesos	–0,19	–0,19	0	–10,8	–10,8
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,64	–0,72	8	16,1	16,1
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,63	–0,68	5	13,6	13,6
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,43	0,37	6	22,2	22,2
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,57	1,45	12	18,6	18,6
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	114	108	6	–3,6	–3,6
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,50	1,25	25	75,0	75,0
Líbor 3 mesos	1,69	1,49	20	69,2	69,2
Líbor 12 mesos	2,11	1,95	16	42,4	42,4
Deute públic a 1 any	1,73	1,61	12	91,9	91,9
Deute públic a 2 anys	1,88	1,78	10	69,2	69,2
Deute públic a 10 anys	2,41	2,41	0	–3,4	–3,4

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

	29-des	30-nov	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2017 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	45	48	–4	–27,5	–27,5
Itraxx Financer Sènior	44	47	–3	–49,5	–49,5
Itraxx Financer Subordinat	105	111	–7	–116,9	–116,9

Tipus de canvi

	29-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
$/€	1,201	1,190	0,8	14,1	14,1
¥/€	135,280	133,960	1,0	10,0	10,0
£/€	0,888	0,880	0,9	4,1	4,1
¥/$	112,690	112,540	0,1	–3,7	–3,7

Primeres matèries

	29-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	432,3	429,4	0,7	2,2	2,2
Brent ($/barril)	66,9	63,6	5,2	17,7	17,7
Or ($/unça)	1.303,1	1.274,9	2,2	13,1	13,1

Renda variable

	29-des	30-nov	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2017 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.673,6	2.647,6	1,0	19,4	19,4
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.504,0	3.569,9	–1,8	6,5	6,5
Ibex 35 (Espanya)	10.043,9	10.211,0	–1,6	7,4	7,4
Nikkei 225 (Japó)	22.764,9	22.725,0	0,2	19,6	19,1
MSCI emergents	1.158,5	1.120,8	3,4	34,3	34,3
Nasdaq (EUA)	6.903,4	6.874,0	0,4	28,2	28,2

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

CONJUNTURA · Bones perspectives de cara al 2018

Millora del *momentum* econòmic global en el 4T 2017, i el 2018 comença amb bon peu. En general, en el tram final del 2017, les dades econòmiques globals han sorprès a l'alça i avalen l'escenari de CaixaBank Research, que preveu una certa continuïtat en l'acceleració del creixement mundial: del 3,2% del 2016 al 3,6% el 2017 i fins al 3,8% el 2018. En particular, l'índex de sentiment empresarial (PMI) compost mundial (que inclou tant els sectors manufacturers com els de serveis) es va situar en els 54,0 punts per a la mitjana de l'octubre i el novembre, en una còmoda zona expansiva i clarament per damunt dels 51,9 punts registrats, de mitjana, el 2016. A nivell sectorial, destaca que l'índex manufacturer va assolir, al novembre, el nivell màxim des del març del 2011, mentre que el de serveis va continuar apuntant a avanços notables de l'activitat.

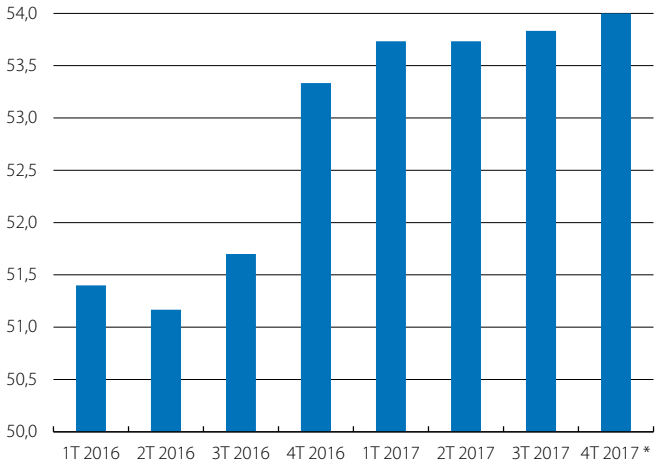
No obstant això, els riscos de caràcter macrofinancer poden entelar les bones perspectives. Més enllà dels fronts oberts a nivell geopolític, polític i comercial esmentats en aquestes mateixes pàgines de l'*Informe Mensual* del mes passat, els riscos de naturalesa macrofinancera es mantenen a l'ordre del dia. En particular, es tem que el procés de normalització monetària que, previsiblement, continuarà duent a terme la Fed tingui un impacte superior al previst sobre el creixement mundial, en especial si es tenen en compte l'elevat nivell de deute global, que ha continuat creixent en els últims anys, i els alts nivells borsaris d'alguns països. Aquest escenari es podria donar, per exemple, si es produeixen sorpreses a l'alça en la inflació nord-americana que forcin la Fed a apujar tipus més ràpid del previst. Quelcom que no es pot descartar, en concret perquè, en els propers anys, el creixement global s'endinsarà en la fase madura del cicle (per a més detalls, vegeu el Dossier «Riscos macrofinancers globals», a l'IM12/17).

ESTATS UNITS

Bones perspectives per al 2018. Al llarg del 2017, els analistes de l'economia nord-americana, encoratjats pel sòlid creixement econòmic i, més recentment, per l'aprovació de la reforma impositiva, hem anat millorant les perspectives de creixement del PIB per al 2018. En aquest sentit, cap a la meitat de desembre, la Càmera dels Representants i el Senat van acordar, finalment, la reforma tributària, la qual, inclou, entre molts altres elements, una rebaixa de l'impost de societats del 35% al 21% i del tipus individual màxim del 39,6% al 37%. En general, s'estima que aquesta reforma impulsarà de forma moderada el creixement el 2018 i el 2019, al voltant de 0,2 p. p. No obstant això, hi ha molta incertesa sobre aquestes estimacions, en part perquè l'economia nord-americana es troba en una fase molt avançada del cicle econòmic, la qual cosa pot limitar l'efecte en creixement i, en canvi, pot pressionar la inflació més a l'alça del que s'esperava.

Indicadors d'activitat global: PMI compost

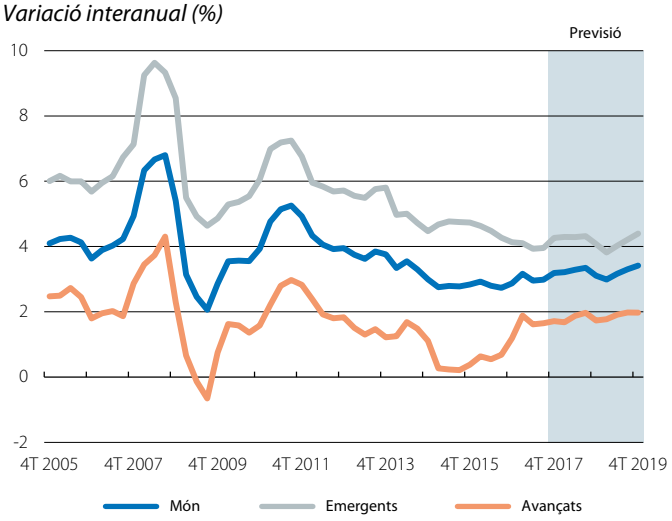
Nivell



Nota: ** El 4T 2017 només conté les dades de l'octubre i del novembre.*
Font: *CaixaBank Research,a partir de dades de Markit.*

Món: inflació

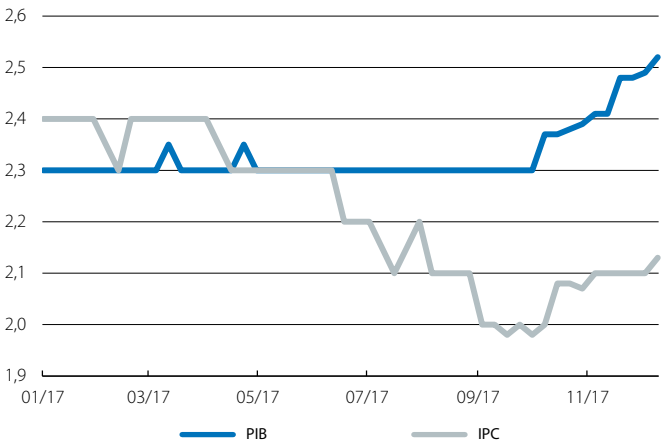
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

EUA: evolució de les previsions de PIB i d'inflació per al 2018

Variació interanual (%)



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

Ritme d'activitat sostingut en el 4T. Els indicadors d'activitat del 4T més recents continuen apuntant a un creixement sòlid i coherent amb el del 3T. En particular, el model de previsió de la Reserva Federal d'Atlanta (el GDPNow) apunta a un avanç intertrimestral del 0,8%, que igualaria el del trimestre anterior. En el pla laboral, al novembre, es van crear 228.000 llocs de treball, una xifra significativa, en especial si es té en compte la proximitat de l'economia a la plena ocupació. En aquest sentit, la taxa d'atur es va mantenir en cotes molt baixes, en el 4,1%, i la taxa d'atur ampliada (la U6, que té en compte, entre d'altres, les persones desanimades i les que treballen a temps parcial però que voldrien fer-ho a temps complet) es va situar en el 8,0%, en línia amb els nivells precrisi.

Però la inflació es manté moderada malgrat el sòlid creixement. Així, la inflació general es va situar en el 2,2% al novembre, 2 dècimes per damunt del registre de l'octubre, però la subjacent, menys subjecta als vaivens del preu de l'energia i dels aliments, es va situar en l'1,7%, 1 dècima per sota de la dada del mes anterior. De la mateixa manera, l'índex de preus de la despesa en consum personal, l'índex de referència de la Fed, es va situar en l'1,6% a l'octubre, clarament per sota de l'objectiu de la institució monetària (del 2%). Així i tot, de cara als propers mesos, les previsions de CaixaBank Research apunten a una recuperació de la inflació cap a cotes lleugerament superiors al 2% al final del 2018, davant la maduresa del cicle econòmic dels EUA i la desaparició de diferents elements transitoris que la van empènyer a la baixa a mitjan 2017.

La Fed reforça la confiança en l'economia. Al desembre, atesos els forts registres del mercat laboral i la recuperació prevista de la inflació, la Fed va decidir apujar el tipus de referència en 25 p. b., fins a l'interval 1,25%-1,50%, tal com ho havia anticipat en les reunions anteriors. A més a més, la institució va presentar les noves previsions macroeconòmiques, en què apunta a un creixement per al 2018 per damunt del potencial del país, previsions coherents amb les estimacions de CaixaBank Research, que situen el còmput anual en el 2,4% (enfront d'un potencial del 2%).

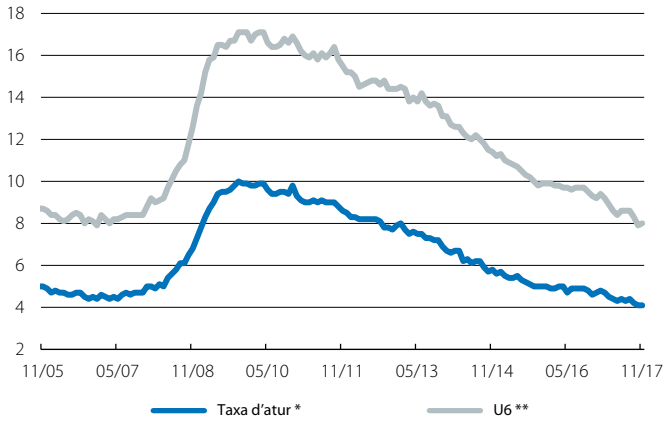
RESTA DEL MÓN

Al Japó, els indicadors d'activitat del 4T continuen apuntant a avanços significatius. Així, en el 4T, l'indicador de sentiment empresarial (Tankan) per a les grans empreses manufactureres va augmentar i es va situar en el nivell màxim des del desembre del 2006 (25 punts), i el de grans empreses de serveis es va mantenir estable i en cotes elevades. L'índex de sentiment del consumidor també es va mantenir en nivells alts al novembre.

A la Xina, els indicadors d'activitat mantenen un bon to, tot i que es comença a notar el biaix restrictiu del Govern. Així, les vendes al detall i el sector exterior van ser les notes més positives del novembre a la majoria de països emergents. En particular, les vendes al detall van avançar el 10,2% interanual, amb el suport de l'èxit del Dia dels Solters celebrat l'11 de

EUA: taxa d'atur i taxa U6

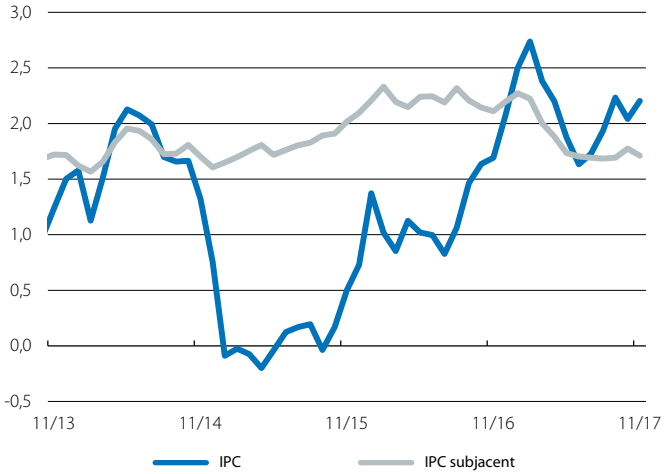
(%)



Notes: ** Taxa d'atur: aturats/població activa. ** La taxa d'atur U6 inclou la subocupació (no ocupats que no busquen feina, però que ho han fet en els 12 últims mesos, i ocupats que treballen a temps parcial de manera involuntària per raons econòmiques).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Bureau of Labor Statistics.*

EUA: IPC

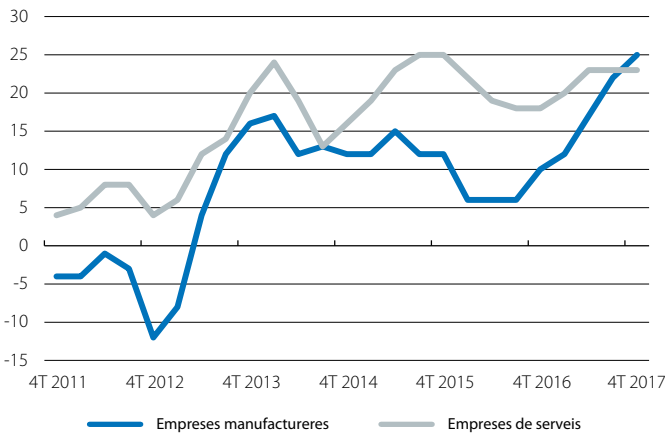
Variació interanual (%)



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

*Japó: índex de sentiment empresarial (Tankan *)*

Nivell



Nota: ** Índex per a grans empreses.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc del Japó.*

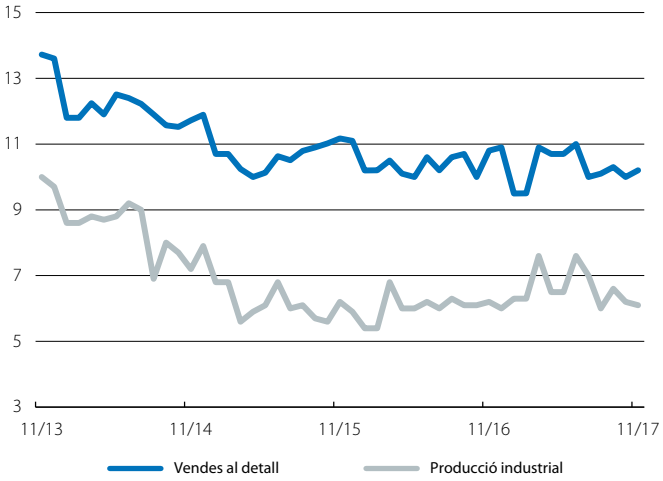
novembre. En el pla exterior, les exportacions (en termes nominals i en dòlars) van créixer un considerable 12,3% interanual, i les importacions, el 17,7%. Per la seva banda, la producció industrial va créixer el 6,1% interanual, una dada positiva però clarament inferior a la mitjana dels 10 primers mesos de l'any (el 6,7%), ja que es va veure llastada per les importants mesures contra la contaminació a les indústries del nord del país. En aquest entorn, el Politburó del Partit Comunista ha definit, a la reunió del desembre, les tres prioritats en matèria econòmica per al 2018: mitigar els riscos financers, reduir la pobresa i lluitar contra la contaminació. Això fa pensar que, de cara als propers mesos, les enèrgiques mesures mediambientals tindran continuïtat i es reduiran els estímuls econòmics. El major biaix restrictiu, per tant, podria pesar sobre el creixement econòmic, tot i que preveiem que ho farà de forma moderada.

El Brasil, la primera economia llatinoamericana, es continua recuperant, però a un ritme molt lent, motivat per la feble evolució de la inversió i del consum públic. En particular, en el 3T, el PIB va créixer l'1,4% interanual. Tot i que es tracta d'una taxa superior al 0,4% del 2T, el PIB brasiler se situa encara el 5,5% per sota dels nivells de les acaballes del 2014, abans del fort període recessiu. Les perspectives immediates són de continuïtat de la recuperació, malgrat que és probable que la situació política (amb la proximitat del final de la legislatura) i la incertesa sobre les importants eleccions propiciïn l'ajornament de decisions de despesa i d'inversió, la qual cosa mantindrà el creixement en cotes relativament baixes.

El creixement de Turquia trenca qualsevol pronòstic. En el 3T 2017, el PIB turc va créixer l'11,1% interanual (el 5,4% interanual en el 2T). Malgrat que es tracta d'una xifra afectada a l'alça per un efecte de base (en el 3T 2016, després de l'intent de cop d'estat, es va registrar una caiguda significativa del PIB), el dinamisme ha estat indubtablement superior al previst. En aquest sentit, i malgrat que la taxa d'avanç interanual es desaccelerarà en el 4T, l'any 2017 serà, probablement, el més dinàmic dels quatre últims anys. Així i tot, les perspectives per al 2018 apunten a una clara moderació del creixement, a causa de l'acumulació de desequilibris macroeconòmics importants. Així, la inflació es va situar, al novembre, en un elevat 13% (màxim històric de la sèrie), mentre que el saldo per compte corrent es va situar, en el 3T, en el –4,7% del PIB (enfront del –3,7% del final del 2016).

Xina: indicadors d'activitat

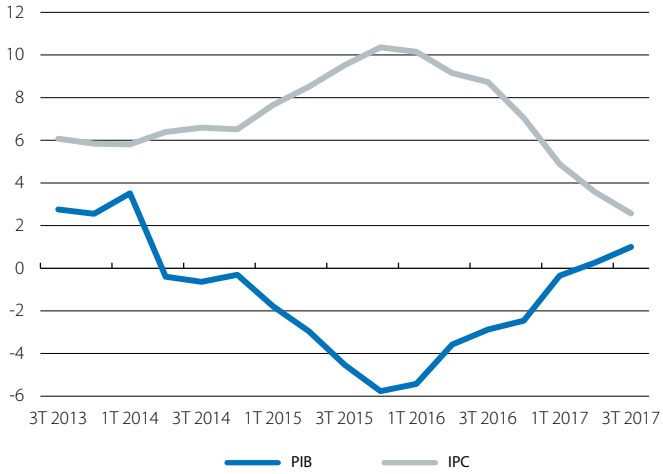
Variació interanual (%)



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

Brasil: PIB i IPC

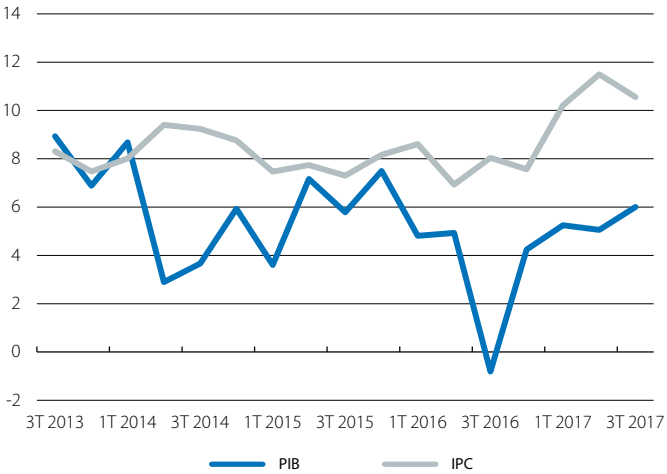
Variació interanual (%)



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

Turquia: PIB i IPC

Variació interanual (%)



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

FOCUS · ICIE 2017: resultats principals

La internacionalització s'ha convertit en una aposta clau per a nombroses empreses espanyoles, i, per facilitar-la, CaixaBank ha desenvolupat l'ICIE:[1] un índex que valora qüestions clau en un procés d'internacionalització i que permet comparar els punts forts i febles de cada mercat, així com la seva evolució al llarg del temps.[2]

Un any més, els països de l'Europa Occidental són els que presenten les condicions més favorables per a la internacionalització de les empreses espanyoles. Aquest és un resultat que es manté al llarg dels anys, i és que, a més de la proximitat geogràfica, els països europeus destaquen en tots els pilars analitzats. Una valoració positiva a la qual s'uneix un context econòmic molt favorable. Després d'uns anys en què la recuperació econòmica no acabava d'agafar embranzida, els principals països europeus van tancar el 2017 amb un creixement clarament superior a l'esperat i encaren el 2018 amb unes perspectives favorables.

Al vell continent, cal destacar que, malgrat el *brexit*, el Regne Unit es manté al capdavant de l'ICIE. Malgrat que la incertesa continua sent molt elevada, després d'assolir un acord preliminar per als termes de sortida al final del 2017, tot fa pensar que els dos blocs també seran capaços d'assolir un pacte sobre el període de transició entre l'estatus actual i el futur, quelcom imprescindible perquè la sortida del Regne Unit de la UE sigui ordenada i se'n minimitzi l'impacte econòmic.[3]

Amèrica es manté com la segona regió en què és més fàcil la internacionalització de les empreses espanyoles. Entre els països llatinoamericans, Mèxic se situa en una posició relativament elevada de la classificació. Però, com en el cas del Regne Unit, la incertesa sobre les negociacions per redissenyar el NAFTA és significativa. I, malgrat que creiem que s'acabarà imposant una dinàmica constructiva que permetrà la renovació del tractat, ja que els elevats vincles entre els tres països nord-americans així ho aconsella, no es poden descartar escenaris menys optimistes. D'altra banda, cal remarcar que les empreses espanyoles han mantingut una presència sòlida al Brasil malgrat la profunda recessió que ha experimentat, un fet rellevant que l'ICIE valora de forma molt positiva i al qual s'afegeix la incipient recuperació econòmica.

La regió de l'Europa de l'Est i l'Àsia Central s'erigeix com la tercera zona amb una major facilitat per a la internacionalització de les empreses espanyoles, gairebé empatada amb Amèrica. Polònia i Turquia encapçalen la llista, gràcies, sobretot, al pilar de l'atractiu comercial, que reflecteix la bona acollida que tenen els béns i els serveis espanyols en aquests països. Així i tot, el deteriorament recent de la situació política a Turquia és un element que ja s'ha començat a notar a l'ICIE 2017. En particular, el pilar d'estabilitat institucional i macroeconòmica ha disminuït de forma significativa en relació amb l'any passat.

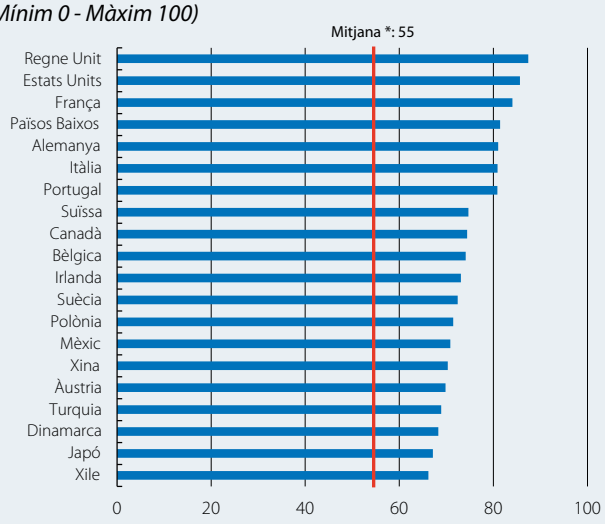
1. Índex CaixaBank per a la Internacionalització Empresarial.
2. Per a una descripció detallada de l'índex, vegeu el Focus «Com decidir on internacionalitzar la seva empresa: ICIE 2017», a l'IM12/2017, així com la pàgina web http://www.caixabankresearch.com/indice-deinternacionalizacion.
3. Per a una anàlisi més detallada de les negociacions sobre el brexit, vegeu el Focus «Quina serà la futura relació entre la UE i el Regne Unit?», en aquest *Informe Mensual*.

El Sud-est Asiàtic i Pacífic és la quarta regió en termes de facilitat d'internacionalització, més distanciada ja de les anteriors. Sens dubte, la llunyania de la regió és, per a les empreses espanyoles, un element que juga en contra seva, al qual cal afegir el poder adquisitiu a molts països de la zona, encara baix, i la menor facilitat per fer negocis. En positiu, destaca la Xina, que se situa en una posició relativament elevada del rànquing. En aquest cas, però, els riscos macroeconòmics, relacionats amb el creixent deute corporatiu, també són un aspecte rellevant que cal tenir present, malgrat que, a mitjà i a llarg termini, el potencial de creixement del país és un atractiu clar per a les empreses espanyoles.

Els països àrabs i africans se situen en posicions més endarrerides en la classificació de facilitat per a la internacionalització. No obstant això, en aquestes regions, també destaquen països que poden ser molt atractius per a les empreses espanyoles, en particular en sectors amb taxes de creixement elevades, com les infraestructures, els recursos naturals o les telecomunicacions.

ICIE 2017: països del top *20*

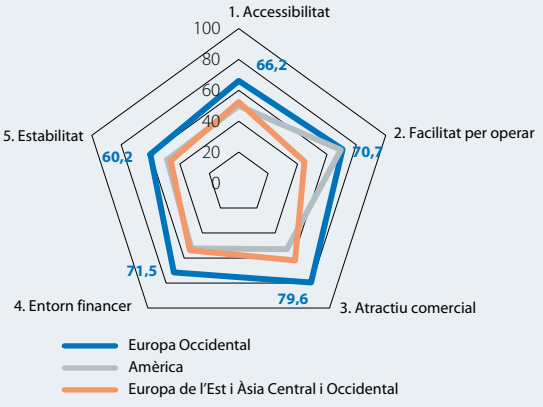
(Mínim 0 - Màxim 100)



Nota: ** Mitjana per al total de 67 països.*
Font: *CaixaBank Research (ICIE 2017).*

ICIE 2017: pilars del procés d'internacionalització

(Mínim 0 - Màxim 100)



Font: *CaixaBank Research (ICIE 2017).*

FOCUS · La geopolítica en un món globalitzat: que parlin les dades!

L'estudi de la geopolítica està molt en voga. I, no obstant això, la majoria d'anàlisis que apareixen als mitjans no passen d'un enfocament poc rigorós que barreja la informació i l'opinió. En aquest article, estudiarem algunes mètriques per quantificar de forma objectiva l'estat i l'evolució de les relacions geopolítiques.

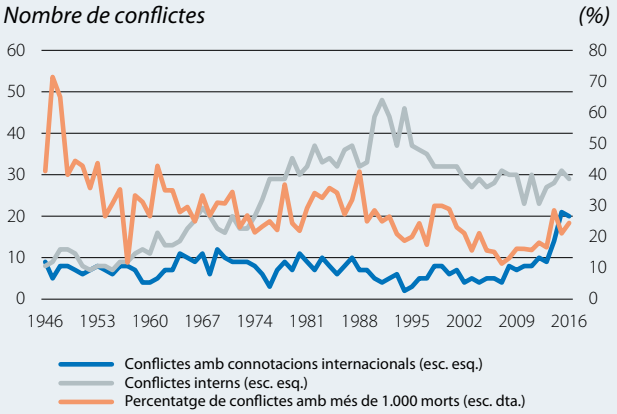
El terme «geopolítica» va ser encunyat pel politòleg suec Rudolf Kjellén al començament del segle XX i, inicialment, es definia com l'estudi de la influència de la geografia sobre les relacions de poder a nivell internacional. Aquesta definició ha evolucionat i, en l'actualitat, la geopolítica fa referència a tots aquells esdeveniments relacionats amb les relacions internacionals i amb l'articulació del poder polític dels diferents estats i territoris.

Una via per caracteritzar l'estat de la geopolítica a nivell global és estudiar com han evolucionat els conflictes armats[1] al llarg del temps. Al primer gràfic, s'observa que els conflictes amb connotacions internacionals han seguit una tendència creixent en l'última dècada, mentre que els conflictes purament interns han reculat des de l'inici dels anys noranta. Així mateix, crida l'atenció que el percentatge de conflictes amb més de 1.000 morts hagi baixat de forma substancial des dels anys cinquanta.

Si volem obtenir una informació més detallada sobre conflictes, la base de dades GDELT utilitza algorismes avançats per obtenir informació en temps real sobre els diferents esdeveniments geopolítics a partir de les notícies d'una gran quantitat de mitjans de comunicació, inclòs Google News. Utilitzant aquestes dades, hem construït un índex de conflictes[2] (percentatge del nombre de conflictes sobre el total d'esdeveniments). Aquesta variable no solament inclou els conflictes materials, sinó també els verbals. Al segon gràfic, es distingeixen tres períodes molt diferenciats: els anys vuitanta es van caracteritzar per una tensió geopolítica elevada, els anys noranta van ser anys de relativa tranquil·litat i, en el període 2000-2017, el percentatge de conflictes ha repuntat. Una dada interessant és que, el 2017, s'ha produït un descens significatiu del nombre relatiu de conflictes en relació amb l'any anterior. Això suggereix que, contràriament al que es podria esperar, no hi ha hagut un augment de les tensions geopolítiques a nivell mundial el 2017.

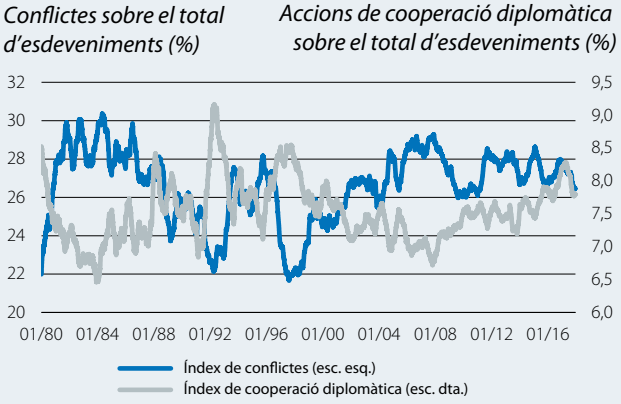
Finalment, hem creat un índex que mesura el percentatge d'iniciatives de cooperació diplomàtica sobre el total d'esdeveniments. El segon gràfic també mostra un patró clar: els anys vuitanta van ser de poca cooperació; als anys noranta, sí que es van realitzar avanços substantius, i, en els primers anys del segle XXI, es va produir una reculada. A partir del 2008, aquesta tendència es va revertir i es van començar a fer més esforços de cooperació diplomàtica, tot i que les dades més recents són menys esperançadores: des de l'abril del 2017, s'observa una caiguda de les iniciatives de cooperació. Això no ens ha de sorprendre si tenim en compte l'auge de les polítiques proteccionistes abanderades pels moviments populistes. Atesa la forta relació negativa entre conflictes i cooperació diplomàtica,[3] no ens hauria d'estranyar que, si l'índex de cooperació diplomàtica continua caient, es produeixi un repunt dels conflictes en els propers anys. Esperem, però, que la sang no arribi al riu.

Conflictes armats *



Nota: ** Un conflicte armat es defineix com una situació de desacord amb un saldo mínim de 25 víctimes a l'any i on una de les parts és el govern d'un estat.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Uppsala Conflict Data Program.*

Conflictes i cooperació diplomàtica



Nota: *Es classifiquen com a conflictes tots els esdeveniments que impliquen situacions de desacord i no es poden relacionar amb cooperació o amb iniciatives de pau. Mitjanes mòbils de sis mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del GDELT Project.*

1. Per a més detalls sobre la definició de conflicte armat, vegeu la nota del primer gràfic.
2. Per a més detalls sobre la metodologia usada en la construcció de l'índex, vegeu la nota del segon gràfic.
3. El coeficient de correlació lineal entre els dos índexs és –0,72.

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Activitat									
PIB real	2,9	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3	–	...	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,8	3,4	4,0	2,9	2,8	4,2	5,0	...
Confiança del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	107,8	117,5	118,1	120,3	126,2	128,6	122,1
Producció industrial	–0,7	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,7	2,9	3,4	...
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,5	53,3	57,0	55,8	58,6	58,7	58,2	...
Habitatges iniciats *(milers)*	1.107	1.177	1.248	1.238	1.167	1.172	1.256	1.297	...
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	179	189	192	197	199	200	203	...	...
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	5,3	4,9	4,7	4,7	4,4	4,3	4,1	4,1	...
Taxa d'ocupació *(% pobl. > 16 anys)*	59,4	59,7	59,7	60,0	60,1	60,2	60,2	60,1	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–2,8	–2,7	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	...	...
Preus									
Preus de consum	0,1	1,3	1,8	2,5	1,9	2,0	2,0	2,2	...
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	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, Departament de Treball, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM i Thomson Reuters Datastream.*

JAPÓ

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Activitat								
PIB real	1,4	0,9	1,5	1,3	1,7	2,1	–	...
Confiança del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	42,2	43,4	43,4	43,7	44,5	44,9
Producció industrial	–1,2	–0,2	2,8	3,9	5,8	4,6	4,1	3,7
Índex activitat empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	7,0	10,0	12,0	17,0	22,0	–	25,0
Taxa d'atur *(% pobl. activa)*	3,4	3,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8	0,8
Preus								
Preus de consum	0,8	–0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,2	0,5
Preus de consum subjacent	1,4	0,6	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3

Nota: *1. Saldo acumulat durant els 12 últims mesos.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades del Departament de Comunicacions, Banc del Japó i Thomson Reuters Datastream.*

XINA

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Activitat								
PIB real	6,9	6,7	6,8	6,9	6,9	6,8	–	...
Vendes al detall	10,7	10,4	10,6	10,0	10,8	10,3	10,0	10,2
Producció industrial	6,1	6,0	6,1	6,8	6,9	6,3	6,2	6,1
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	51,4	51,6	51,4	51,8	51,6	51,8
Sector exterior								
Balança comercial [1] *(valor)*	608	512	512	466	458	435	425	421
Exportacions	–2,3	–8,4	–5,3	7,8	9,0	6,9	6,9	12,3
Importacions	–14,2	–5,7	2,1	23,9	14,3	14,7	17,4	18,7
Preus								
Preus de consum	1,4	2,0	2,2	1,4	1,4	1,6	1,9	1,7
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,3	6,6	6,8	6,9	6,9	6,7	6,6	6,6

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 · Un altre bon any en perspectiva per a l'economia de la zona de l'euro

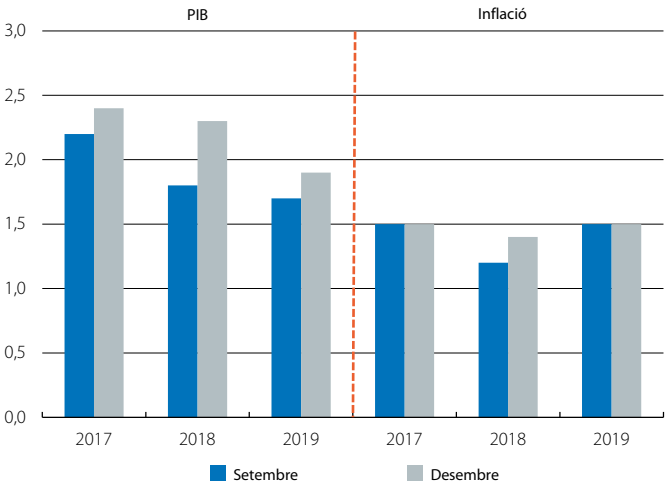
El ritme d'activitat a la zona de l'euro es manté ferm. El 2017, l'economia de la zona de l'euro es va expandir a un ritme molt superior a l'esperat. En concret, l'escenari de CaixaBank Research preveu que la regió hagi finalitzat el 2017 amb un creixement del 2,4%, quan, a l'inici de l'any, les previsions eren de l'1,7%. Per al 2018, esperem que el ritme d'avanç de l'activitat continuï sent robust, del 2,2%, per damunt del nivell de creixement potencial, amb el suport d'unes condicions financeres favorables, de les millores del mercat laboral i de la recuperació de l'economia global. Així ho considera també el BCE, que, en l'actualització trimestral del quadre macroeconòmic, va destacar el bon funcionament de l'activitat de la zona de l'euro en els últims trimestres i va revisar a l'alça les perspectives de creixement per al 2017 fins al 2,4% (+0,2 p. p.) i per al 2018 fins al 2,3% (+0,5 p. p.). Malgrat el fort repunt de l'activitat, la inflació es mantindrà una mica més endarrerida, amb un augment de preus previst de l'1,5% per al 2018 i de l'1,8% per al 2019. Així ho preveu, també, el BCE, que va revisar lleugerament a l'alça la previsió per al 2018 fins a l'1,4% (+0,2 p. p.) i va mantenir la previsió per al 2019 en l'1,5%, uns registres que se situen per sota de l'objectiu del banc central (per sota però a la vora del 2%). En el pla polític, ha finalitzat amb èxit la primera fase de les negociacions del brexit, després del preacord entre la UE i el Regne Unit sobre els termes de la separació. S'estima que la factura financera que pagarà el Regne Unit se situarà entre els 40.000 i els 45.000 milions d'euros. L'avanç permetrà obrir la segona fase de negociacions, sobre el futur tractat comercial, que discutim àmpliament al Focus «Quina serà la futura relació entre la UE i el Regne Unit?», d'aquest mateix *Informe Mensual*.

La demanda interna impulsa el creixement de la zona de l'euro. Eurostat va confirmar que l'avanç del PIB de la zona de l'euro en el 3T 2017 va ser del 0,6% intertrimestral (el 2,6% interanual). La demanda interna va contribuir de manera significativa al creixement intertrimestral del PIB de la zona de l'euro en el 3T 2017 (0,5 p. p.), amb el suport, principalment, del consum privat i de la inversió. Per la seva banda, la demanda externa també va contribuir positivament al creixement (0,1 p. p.). De cara als propers trimestres, esperem que la demanda interna es mantingui com el principal motor de creixement de la zona de l'euro, en part gràcies al suport d'unes condicions creditícies favorables, malgrat que la demanda externa anirà guanyant protagonisme.

La Comissió Europea proposa mesures per avançar en la integració europea. La CE ha publicat, recentment, un pla estratègic amb mesures concretes per promoure una major integració econòmica i monetària. Entre les mesures, destaquen les propostes de transformar el Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) en un Fons Monetari Europeu, que s'en-

Zona de l'euro: previsions del BCE de PIB i d'inflació

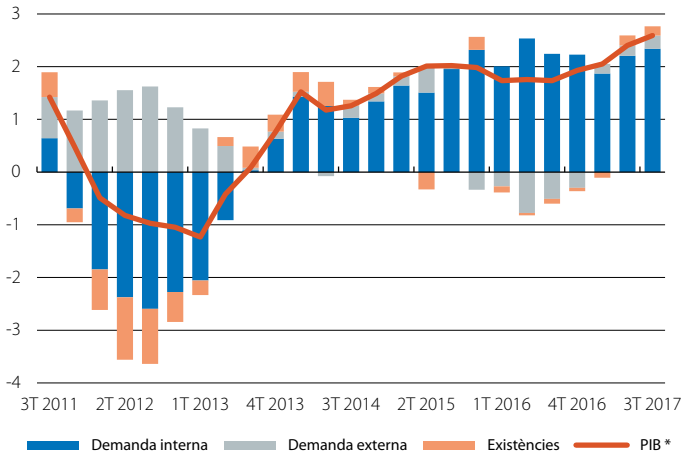
Variació anual (%)



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

Zona de l'euro: PIB

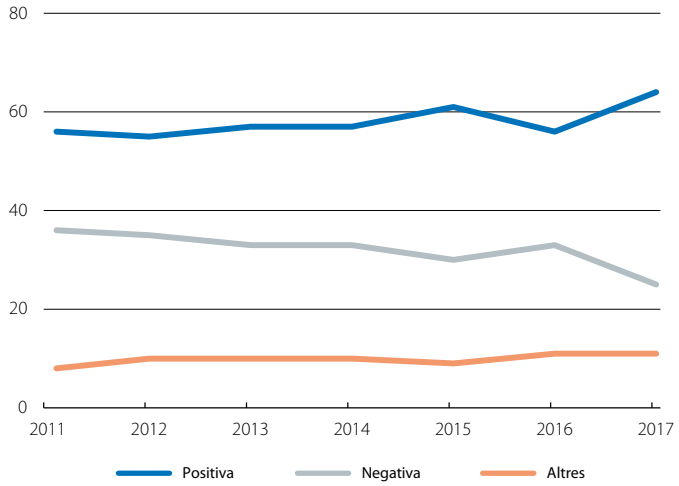
Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

Eurobaròmetre: opinió sobre l'euro

(%)



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

carregaria dels programes de rescat; d'avançar en la creació d'un pressupost per a la zona de l'euro, amb una funció estabilitzadora, i d'establir un Ministeri Europeu d'Economia i Finances. En aquest context, destaca que el projecte europeu gaudeix de bona salut, malgrat que, en els últims anys, han guanyat protagonisme les veus euroescèptiques. Segons l'Eurobaròmetre de l'octubre del 2017, el suport a l'euro se situa en nivells elevats: el percentatge d'enquestats que opinen que tenir l'euro és positiu per al seu país va augmentar en 8 p. p. en relació amb l'edició del 2016, fins a assolir el 64%, el nivell més alt des que es publica l'estudi (2002).

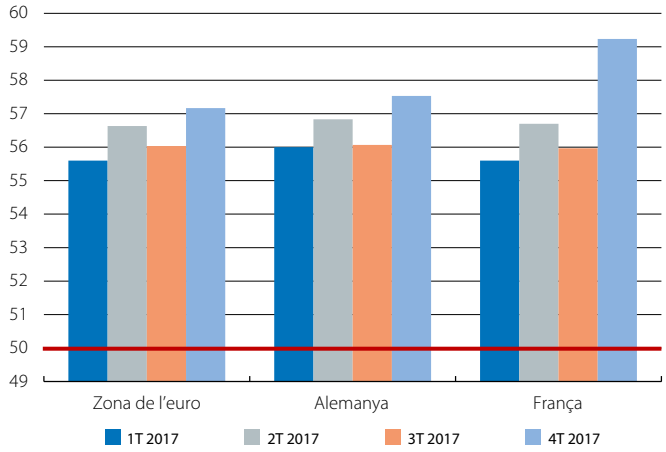
Els indicadors de sentiment empresarial mostren que el creixement es va mantenir robust en el 4T. En concret, l'índex PMI compost per al conjunt de la zona de l'euro es va situar en els 57,2 punts en el 4T, per damunt del registre del trimestre anterior (56,0) i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts). Per països, l'acceleració va estar liderada per França, amb un PMI compost que va assolir els 59,2 punts (56,0 en el 3T). També va destacar el bon registre d'Alemanya, que va accelerar fins als 57,5 punts (56,1 en el 3T). Tot plegat apunta a una major fermesa del creixement econòmic en l'últim trimestre del 2017.

El consum privat es desaccelera de forma temporal. A l'octubre, les vendes al detall van registrar un avanç del 0,7% interanual, un ritme inferior al del mes anterior (el 3,7%) i al del conjunt de l'any (mitjana del 2,6%), però això és degut a factors de caràcter temporal. En concret, la venda de roba i calçat es va veure negativament afectada per unes temperatures més càlides del normal. No obstant això, l'augment de l'índex de confiança del consumidor fins als nivells més alts des del 2001 (+0,1 punts al novembre i +0,5 al desembre) fa entreveure que les vendes al detall van repuntar de nou al novembre i al desembre. Per al 2018, esperem que el consum de les llars mantingui el bon to, amb el suport de la millora de les perspectives econòmiques i laborals i dels baixos tipus d'interès.

El major vigor de l'activitat es trasllada al mercat laboral. L'ocupació al conjunt de la zona de l'euro va augmentar el 0,4% intertrimestral en el 3T 2017 i va situar el total d'ocupats en 156,3 milions, el nivell més alt mai assolit. El creixement de l'ocupació va ser generalitzat per països, amb avanços més vigorosos a Espanya (el 0,7%) i Portugal (el 0,6%), mentre que, a Alemanya, a França i a Itàlia, l'augment de l'ocupació va ser una mica més moderat (el 0,3% de mitjana). Aquesta millora de l'ocupació s'està transformant de manera gradual en un augment dels salaris. Així, en el 3T 2017, els costos salarials per hora al conjunt de la zona de l'euro van augmentar l'1,6% interanual, un ritme similar a la mitjana del primer semestre de l'any (l'1,8%). Per països, va destacar el creixement dels costos salarials a Alemanya (el 2,2% interanual) i a França (el 2,1%), mentre que, a Itàlia i a Espanya, els salaris van registrar un creixement feble (el 0,3% i el 0,1% interanual, respectivament). Per la seva banda, a Portugal, els costos salarials per hora van disminuir (–1,2% interanual), però això és degut a un canvi en la distribució de la paga extra al sector públic.

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

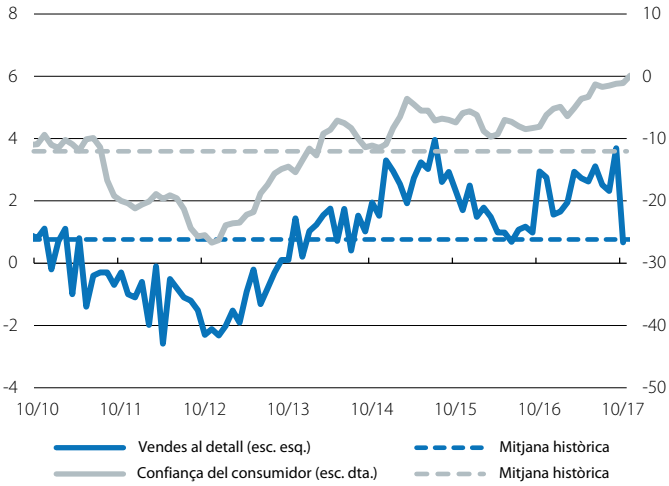
Nivell



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

Zona de l'euro: indicadors de consum

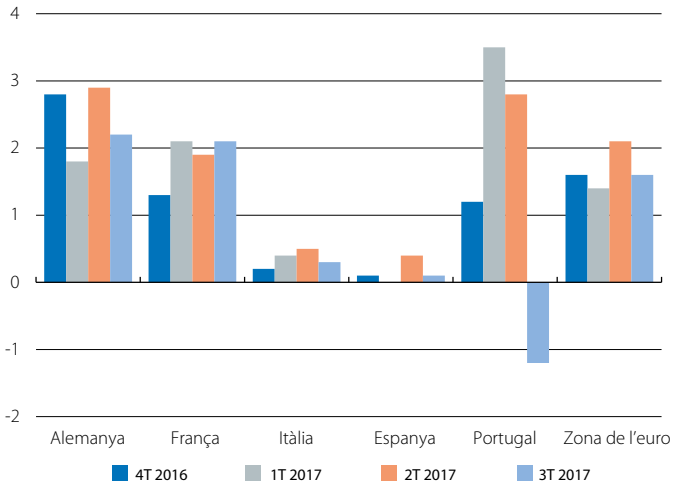
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Zona de l'euro: costos salarials

Variació interanual (%)



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

PORTUGAL

El creixement es manté ferm. Després de tancar el 2017 amb un creixement del PIB que s'estima superior al 2,5%, el conjunt d'analistes i les principals institucions internacionals preveuen una lleugera desacceleració del ritme d'avanç el 2018. Segons les previsions de CaixaBank Research, el creixement es mantindrà en nivells elevats, del 2,2%, amb el suport d'un entorn exterior favorable –en especial a la zona de l'euro, on es troben els principals socis comercials de Portugal–, del manteniment d'unes condicions financeres acomodatícies i de la millora de la confiança. Així ho espera, també, el Banc de Portugal al butlletí econòmic del desembre, on preveu que l'economia lusitana mantindrà un perfil de creixement per damunt del potencial al llarg de l'horitzó de previsions, malgrat que a un ritme una mica inferior al del 2017 (el 2,3% per al 2018 i l'1,8% per al 2019).

Les finances públiques es beneficien de la conjuntura econòmica. El dèficit públic es va situar en el 0,1% del PIB (acumulat de 12 mesos) en el tercer trimestre de l'any, la qual cosa representa una correcció important en relació amb el 3T 2016 (el 3,7%). Aquesta millora va ser deguda a un major creixement dels ingressos, que van augmentar el 2,7% interanual, i a una reducció de la despesa (del 0,1%). Aquesta evolució positiva hauria de permetre situar el dèficit del 2017 per sota del nivell objectiu del Govern (l'1,4% del PIB). Així mateix, el menor dèficit públic, juntament amb el creixement sostingut del PIB, continuarà donant suport a la reducció gradual de la ràtio del deute públic, que estimem que s'haurà situat en el 127,3% del PIB al final del 2017. En aquest context de millora de les finances públiques, i ateses les bones perspectives de creixement, l'agència de qualificació Fitch va revisar a l'alça el *rating* sobirà de BB+ a BBB i el va situar, de nou, en grau d'inversió. L'anunci, seguint el deixant del d'S&P al setembre, era àmpliament esperat, la qual cosa s'havia reflectit en el descens de la prima de risc sobirana des del final d'octubre fins als 150 p. b.

El saldo per compte corrent es manté en terreny positiu. En particular, el superàvit per compte corrent (acumulat de 12 mesos) va assolir els 457,6 milions d'euros a l'octubre, un registre inferior als 1.359 milions d'euros de l'octubre del 2016 i equivalent al 0,2% del PIB. En termes de composició, aquest deteriorament es va produir pel major dèficit de la balança de béns, malgrat el major superàvit de serveis i el menor dèficit de rendes. En aquest sentit, el deteriorament de la balança comercial s'explica pel fort augment de les importacions, arran de l'encariment del preu del petroli i de la recuperació de la inversió, malgrat que les vendes a l'exterior van mantenir una dinàmica positiva.

Portugal: previsions macroeconòmiques del Banc de Portugal

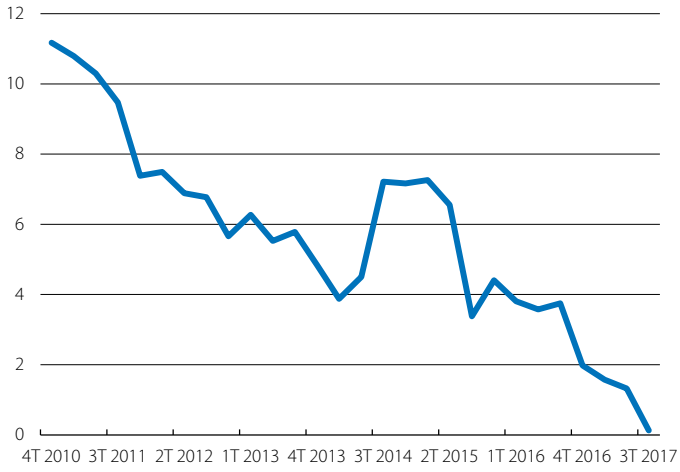
Variació interanual (%)

		Previsions		
	2017	2018	2019	2020
PIB	2,6	2,3	1,9	1,7
Consum privat	2,2	2,1	1,8	1,7
Consum públic	0,1	0,6	0,4	0,2
Inversió	8,3	6,1	5,9	5,4
Exportacions	7,7	6,5	5,0	4,1
Importacions	7,5	6,7	5,5	4,8
Ocupació	3,1	1,6	1,3	0,9
Taxa d'atur *	8,9	7,8	6,7	6,1
Inflació (IPCH)	1,6	1,5	1,4	1,6

Nota: ** En percentatge de la població activa.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

Portugal: dèficit públic

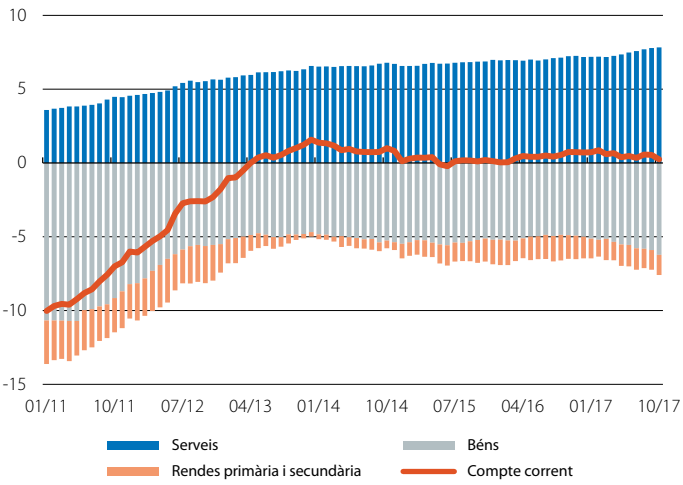
(% del PIB)



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

Portugal: compte corrent

(% del PIB)



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

FOCUS · Quina serà la futura relació entre la UE i el Regne Unit?

Després de sis mesos de negociacions, el Regne Unit i la UE han assolit un principi d'acord sobre els termes de la seva separació.[1] Això ha estat possible després que el Regne Unit acceptés la major part de les posicions marcades inicialment per la UE. Així, en la reunió del desembre, el Consell Europeu va donar via lliure a l'inici de la segona fase de les negociacions, en què cal abordar un possible acord de transició i el futur marc de relació entre el Regne Unit i la UE. En aquest Focus, analitzarem els principals eixos d'aquesta fase de les negociacions per entendre quin tipus d'acord en pot emergir.[2]

Fins avui, l'esforç que ha fet el Regne Unit per desencallar les negociacions està relacionat, en gran part, amb el seu interès per negociar un període de transició. L'objectiu es basa en la disminució del grau d'incertesa que pesa sobre l'economia britànica arran del brexit. Si s'allargués la permanència del Regne Unit al mercat únic i es donés més temps per a la negociació de la futura relació comercial, disminuiria la probabilitat d'una sortida desordenada del Regne Unit de la UE i ajudaria els diferents actors econòmics a acomodar-se al nou escenari. En principi, si no s'arriba a un acord sobre el període de transició, el Regne Unit seria el més perjudicat, la qual cosa és un instrument de pressió de la UE, però cal esperar que els dos blocs siguin capaços d'assolir un acord sobre aquest aspecte.

Més enllà de l'acord de transició, el Regne Unit i la UE hauran de negociar la futura relació comercial. Per entendre l'acord que pugui emergir entre els dos blocs, és convenient repassar els tractats existents actualment entre la UE i Noruega i entre la UE i Canadà. Aquests dos models són els pols entre els quals és molt probable que se situï aquest acord final.

D'una banda, Noruega és membre de l'Espai Econòmic Europeu (EEE). Això implica que és part del Mercat Únic, és a dir, gaudeix de llibertat de moviment de persones, de béns, de serveis i de capitals amb la UE. No obstant això, no és part de la Unió Duanera. Això significa que Noruega pot signar tractats comercials amb tercers països de forma independent a la UE, però amb controls duaners entre els dos: els productes o components de productes originats a Noruega no paguen aranzels, però sí que els paguen els procedents de tercers països. A canvi, Noruega ha d'adoptar una gran part de la legislació de la UE, malgrat que, en estar fora de la UE, no participa de forma directa en aquest procés legislatiu. A més a més, el país contribueix de forma significativa al pressupost europeu.[3]

Al pol oposat se situa el model canadenc. La UE i Canadà van signar recentment un important tractat de lliure comerç en què destaca, sobretot, l'eliminació d'una proporció molt elevada d'aranzels (més del 97,5% del total de les línies aranzelàries). A més a més, es pretén facilitar l'harmonització d'elements clau que haurien d'impulsar el comerç d'alguns serveis, com les telecomunicacions, l'energia i el transport marítim.

Per al Regne Unit, el model noruec és clarament un mal substitut de la permanència a la UE. Però, d'altra banda, el model canadenc és poc ambiciós. L'economia del Regne Unit és més competitiva al sector serveis, en especial en camps en què el model canadenc oferiria un grau d'accés al mercat europeu molt per sota del que gaudeix en l'actualitat el Regne Unit. De fet, es podria argumentar que el model canadenc beneficiaria més la UE que el Regne Unit, atès que mantindria un elevat grau d'accés al mercat de béns, on la UE té un superàvit comercial amb el Regne Unit, mentre que restringiria el comerç en serveis, sector en què el Regne Unit és més competitiu.

Sembla, per tant, que el Regne Unit intentarà negociar un acord semblant al model canadenc, però amb un major grau d'accés al mercat de serveis. Arran d'això, cal esperar que la UE demani, a canvi, quantioses contribucions al pressupost i cessions de sobirania en matèries com la llibertat de moviments de persones. Així, l'acord final entre els dos blocs se situarà, possiblement, en algun punt entre el model noruec i el canadenc.

Com és natural, hi ha factors de risc que poden situar l'acord final fora d'aquests dos pols. D'una banda, encara és possible, malgrat que poc probable, que pugui haver-hi un procés que, a la llarga, comporti que el Regne Unit es quedi a la UE. Per exemple, això podria succeir si l'opinió pública percep que el cost econòmic del *brexit* és massa elevat. De l'altra, la feblesa del Govern actual també podria desembocar en un fracàs de les negociacions i en una sortida desordenada del Regne Unit de la UE. No obstant això, l'assoliment d'un acord sobre els termes de la separació ha disminuït els dos riscos de forma significativa.

1. Vegeu el Focus «*Brexit*: el camí que queda per recórrer», de l'IM10/2017, per a una exposició més detallada d'aquesta fase.
2. Malgrat que el Focus se centrarà en el vessant comercial, l'acord també abordarà assumptes com el grau de cooperació en matèries de seguretat i d'energia nuclear, entre d'altres.
3. Noruega paga al voltant d'uns 150 euros per habitant a l'any, una xifra similar a la contribució neta del Regne Unit.

FOCUS · La renda mínima a debat davant un mercat laboral en transformació

Un dels principis establerts en el pilar de drets socials que la Comissió Europea va aprovar al novembre del 2017 és el dret a una renda mínima. En general, les prestacions socials existents haurien de facilitar l'assoliment d'aquest objectiu, però la transformació que experimenten els mercats laborals a les economies avançades ho compliquen. Arran d'aquesta transformació, guanyen pes les relacions laborals en què sol haver-hi una menor cobertura social, com en el cas dels treballadors autònoms, dels contractes a temps parcial, dels contractes temporals i d'altres relacions laborals atípiques que es produeixen en l'anomenada economia *gig*.[1] Això, juntament amb una taxa d'atur de llarga durada que s'ha mantingut en cotes anormalment elevades en els últims anys, posa de manifest la necessitat de dur a terme un redisseny de la forma en què es vehiculen aquestes prestacions.

Als països europeus, els programes de renda mínima estan concebuts com una xarxa de seguretat d'última instància quan s'han esgotats els programes de reemplaçament d'ingressos, com les prestacions contributives per atur. Els programes de renda mínima tenen com a objectiu proveir un nivell acceptable d'ingressos a les persones que no els poden obtenir, reduir la desigualtat de renda entre llars i ajudar a anivellar la renda dels individus al llarg de la vida en cas de múltiples contingències, com una incapacitat temporal. L'accés a una prestació sol dependre del nivell de renda i està condicionat a la recerca activa de feina i/o a la formació. Les prestacions de renda mínima engloben múltiples programes, com prestacions no contributives per atur, transferències a famílies monoparentals, ajuts a l'habitatge i altres programes amb elegibilitats i condicionalitats diferents.

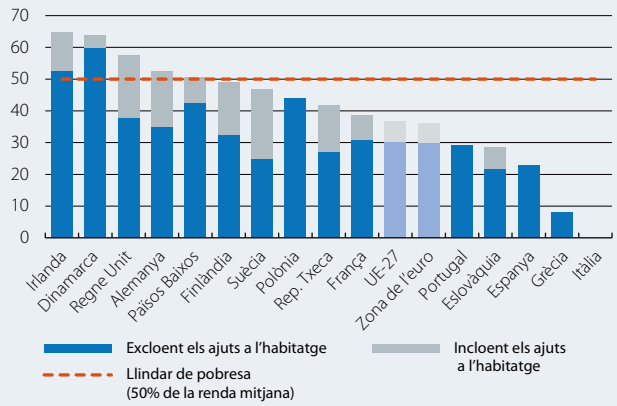
Ateses aquesta heterogeneïtat de programes de renda mínima i la proporció creixent de feines amb una cobertura social inferior, una proposta alternativa que ha guanyat rellevància recentment és la renda bàsica. Malgrat que persegueixin objectius similars, les propostes de renda bàsica són conceptualment molt diferents. Una renda bàsica seria universal, percebuda per tots els individus independentment dels seus ingressos, i incondicional, no exigiria cap contraprestació com la recerca de feina. Així mateix, les propostes de renda bàsica busquen sovint reemplaçar la resta de programes de redistribució social i no solament complementar-los. Dos obstacles importants als quals s'enfronten les propostes de renda bàsica són els desincentius per participar en el mercat laboral i els elevats costos de finançament.[2]

Els programes de renda mínima també tenen diversos reptes, tant en el disseny com en la implementació. Pel que fa al disseny, la condicionalitat de cada programa pot excloure individus amb ingressos baixos però que no compleixen les condicions exigides (per exemple, de tipologia de família). O, a l'inrevés, incloure receptors d'ingressos elevats, situació que es dóna als països mediterranis (vegeu el segon gràfic). Així mateix, la pèrdua de la prestació en cas d'acceptar una oferta de feina pot generar un efecte desincentivador a l'hora de treballar que cal tenir en compte. Per reduir-lo, es podria retirar la prestació de forma gradual en augmentar els ingressos del treball (quelcom similar a la introducció d'un impost negatiu).[3]

Pel que fa a la implementació, un dels problemes existents és l'accés a la prestació, ja que una proporció significativa d'individus que hi tenen dret no la reclama (superior al 50% en alguns països europeus)[4] i uns altres la perceben sense tenir-hi dret. D'altra banda, no se sap amb certesa si molts dels programes actuals estan assolint el seu objectiu. Avaluar de manera rigorosa l'efectivitat dels programes de renda mínima és el primer pas per poder-los millorar.

*Transferències del programa de renda mínima **

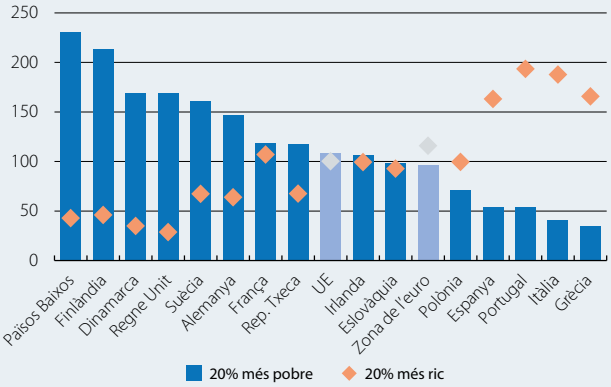
(% de la renda neta mitjana per llar)



Nota: ** Nivell màxim de transferències de renda mínima a les quals té dret una família composta per una parella i dos fills.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (OECD income distribution database i tax-benefit models).*

*Transferències rebudes pel quintil més ric i més pobre **

(% en relació amb la transferència mitjana)



Nota: ** Transferències socials rebudes per la població en edat laboral (inclou les de caràcter contributiu).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'OCDE (OECD income distribution database).*

1. L'economia *gig* fa referència als treballadors que utilitzen aplicacions d'internet creades per empreses intermediàries per buscar clients per als quals realitzar tasques a curt termini.
2. OCDE (2017), «Basic Income as a policy option: Can it add up?», ELS Policy Brief on the Future of Work.
3. IMF (2017), «Fiscal Monitor: Tackling Inequality», octubre.
4. Atkinson, A. B. (2015), «Inequality. What can be done?», Harvard University Press.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	10/17	11/17	12/17
Vendes al detall *(variació interanual)*	2,7	1,5	2,2	2,9	0,4	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	2,1	1,5	1,3	2,7	3,7	...	...
Confiança del consumidor	–6,1	–7,7	–5,5	–2,7	–1,1	0,1	0,5
Sentiment econòmic	104,2	104,8	108,0	110,0	114,1	114,6	...
PMI manufactures	52,2	52,5	55,6	57,0	58,5	60,1	60,6
PMI serveis	54,0	53,1	55,1	56,0	55,0	56,2	56,5
Mercat de treball							
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,0	1,3	1,6	1,6	–	...	–
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	9,5	9,1	8,8	...	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	3,9	3,8	3,6	...	...
França *(% pobl. activa)*	10,4	10,0	9,6	9,5	9,4	...	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,6	11,2	11,1	...	...
Espanya *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	18,2	17,3	16,7	...	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	10/17	11/17
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,6**	**3,5**	**3,2**	**3,4**	**...**
Alemanya	8,5	8,3	8,3	7,7	7,8	...
França	–0,4	–0,9	–1,1	–1,2	–1,1	...
Itàlia	1,5	2,7	2,9	2,8	2,8	...
Espanya	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**91,7**	**94,3**	**93,7**	**95,2**	**98,6**	**98,5**

Nota: *1. Ponderat pel flux de comerç exterior. Valors superiors signifiquen apreciació de la moneda.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de les dades d'Eurostat, la Comissió Europea i organismes nacionals d'estadística.*

Finançament i dipòsits dels sectors no financers

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	10/17	11/17
Finançament del sector privat						
Crèdit a les societats no financeres[1]	–0,3	1,8	2,2	2,3	2,9	3,1
Crèdit a les llars[1, 2]	0,8	1,7	2,3	2,6	2,7	2,8
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[3] *(%)*	1,6	1,4	1,3	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	1,7	1,7	...
Dipòsits						
Dipòsits a la vista	11,1	10,0	9,4	10,2	10,4	10,1
Altres dipòsits a curt termini	–3,8	–1,9	–2,3	–2,9	–2,7	–2,5
Instruments negociables	2,6	2,7	5,7	0,6	–0,8	–0,4
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	...

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

CONJUNTURA · 2018: expectatives de creixement sòlid

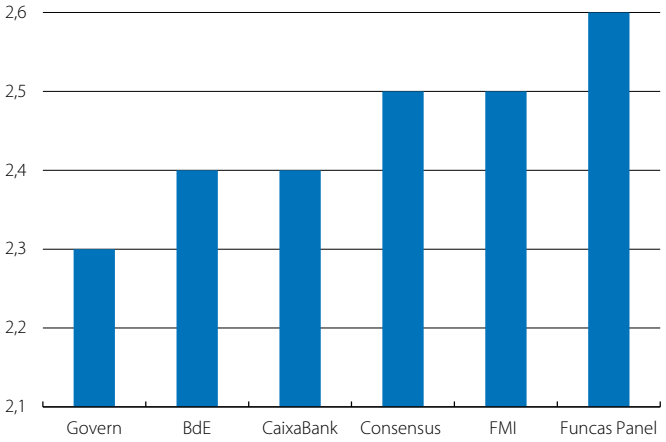
Les perspectives sobre l'economia espanyola són favorables. Després de tres anys excepcionalment bons per a l'economia espanyola, que ha crescut a taxes superiors al 3%, el 2018 es presenta com un any de moderació del creixement, tot i que, segons els pronòstics del conjunt d'analistes, continuarà sent dels més elevats de les economies avançades. En particular, la previsió de creixement del PIB de CaixaBank Research, del 2,4%, compta amb el manteniment d'un ritme d'avanç sostingut de la demanda interna, malgrat que, probablement, serà una mica més contingut que el dels últims anys. D'altra banda, els guanys de competitivitat experimentats en els últims anys, juntament amb la bona evolució prevista de l'economia mundial, donaran suport a la bona marxa del sector exterior, que compensarà, com a mínim parcialment, la desacceleració prevista de la demanda interna.

El ritme de creixement es manté en cotes elevades en l'últim trimestre de l'any. En aquest sentit, el model de previsió del PIB de CaixaBank Research prediu un creixement del 0,7% intertrimestral en el 4T, un registre molt similar al del 3T (el 0,8% intertrimestral). En general, els diferents indicadors publicats durant l'últim mes apunten a un ritme d'expansió robust. Pel costat de l'oferta, els indicadors mostren que l'economia es manté en una còmoda zona expansiva, tot i que l'activitat del sector serveis va ser una mica més feble en el tram final de l'any. En canvi, el sector manufacturer va mostrar certs signes de millora. En concret, l'índex de sentiment empresarial (PMI) de serveis es va situar, al novembre, en els 54,4 punts, el nivell més baix des del gener, mentre que el manufacturer va avançar fins als 56,1 punts i la producció industrial va créixer un sòlid 4,1% interanual a l'octubre.

La bona evolució de l'activitat econòmica es reflecteix en el mercat de treball. La bona marxa de l'economia espanyola ha tingut un impacte molt positiu al mercat laboral: en els tres últims anys, s'han creat 1,5 milions de llocs de treball, la meitat de l'ocupació que es va perdre durant la crisi. Les dades més recents corroboren la continuïtat d'aquesta senda expansiva: al novembre, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar el 3,6% en termes interanuals. En relació amb el mes d'octubre, el nombre d'afiliats va disminuir en 12.773 persones, situació usual en el mes de novembre, a causa de la destrucció d'ocupació al sector turístic. No obstant això, les dades desestacionalitzades confirmen el dinamisme al mercat laboral (+43.437). De cara al 2018, el menor creixement esperat del PIB es traduirà en una lleugera desacceleració en la creació d'ocupació. En concret, es preveu que augmenti el 2,1% (en termes de llocs de treball equivalents a temps complet), la qual cosa implica uns 350.000 ocupats més. Al seu torn, la positiva evolució de l'ocupació permetrà que la taxa d'atur es contuï reduint i se situï en el 15,4% en aquest any, lluny del 26% registrat el 2013.

Previsions de creixement del PIB per al 2018

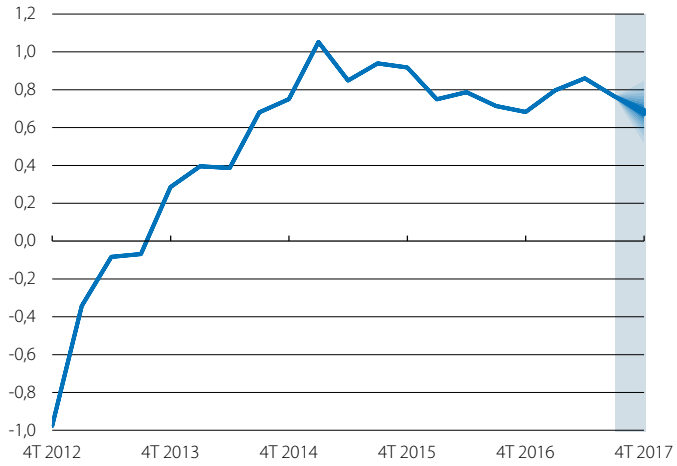
Variació anual (%)



Nota: *Previsions a desembre del 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya, del Ministeri d'Economia, de Consensus Economics, de Funcas i de l'FMI.*

PIB

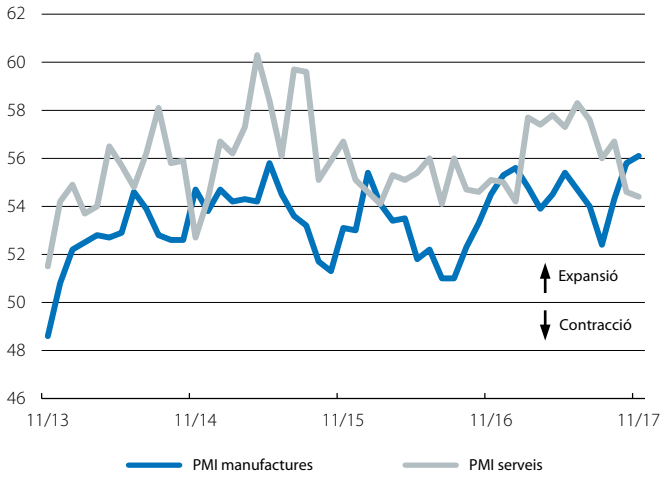
Variació intertrimestral (%)



Nota: *Interval de confiança al 90%.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Indicadors d'activitat

Nivell



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

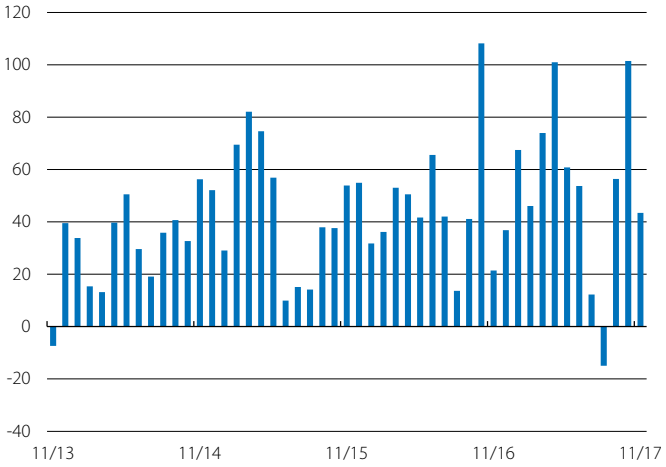
La competitivitat, l'aval per a un creixement sostingut. Els guanys de competitivitat assolits en els últims anys han estat un suport important per al creixement econòmic, ja que han afavorit l'auge exportador i, en conseqüència, l'assoliment de superàvits del compte corrent. En aquest sentit, la contenció dels costos de producció ajuda a mantenir la competitivitat guanyada durant els últims anys. En particular, el cost laboral per hora va disminuir en el 3T el 0,3% en relació amb el 2T (el –0,1% interanual) i la inflació subjacent es va mantenir contingguda (el 0,8% al novembre), per sota de la registrada a la zona de l'euro (l'1,1%). Per la seva banda, la inflació general es va moderar 5 dècimes al desembre, fins a l'1,2%, per la desacceleració del preu dels carburants. En aquest nou any, està previst que la inflació es moderi fins a l'1,6%, 4 dècimes per sota de l'increment del 2017 (el 2%, de mitjana). Aquest alentiment, que, de fet, s'observa des del març del 2017, està previst que s'allargui durant el 1T de l'any, a conseqüència dels efectes de base de l'energia. Per la seva banda, s'espera que la inflació subjacent, aliena a les fluctuacions de l'energia, augmenti de manera gradual a mesura que s'incrementi la utilització dels recursos productius de l'economia.

El desequilibri extern es continua corregint. L'auge del sector exportador s'ha traduït en millores substancials en el saldo per compte corrent, que acumula cinc anys en superàvit i que representa un element clau per a la correcció de l'elevada posició deutora en relació amb la resta del món, una de les vulnerabilitats de l'economia espanyola. En concret, la posició d'inversió internacional neta d'Espanya es va reduir fins al –83,2% del PIB en el 3T 2017 (el –86,5% del PIB en el 2T), tot i que continua sent molt superior al llindar de referència del –35% establert en el Procediment de Desequilibris Macroeconòmics de la Comissió Europea. Sens dubte, les bones dades de comerç exterior registrades fins ara han contribuït a aquesta millora. En particular, des de l'inici del 2017 fins a l'octubre, les exportacions es van incrementar un notable 8,7% interanual (acumulat de 12 mesos). Les importacions, per la seva banda, també van avançar de forma vigorosa (el 10,3% interanual), a conseqüència, en gran part, de l'augment del preu del petroli. La pujada del preu del petroli, que es mantindrà el 2018, comportarà un lleuger deteriorament del compte corrent, que, previsiblement, registrarà un superàvit proper a l'1,7% del PIB.

La bona marxa de l'economia i l'entorn de baixos tipus d'interès impulsen la reducció del dèficit públic. En particular, al setembre, el dèficit del conjunt de les Administracions públiques va assolir l'1,5% del PIB en el 3T, de manera que, molt probablement, es complirà l'objectiu de dèficit del 3,1% pactat amb la Comissió Europea per al 2017. De cara al nou any, el cicle econòmic favorable i una menor pressió de la càrrega d'interessos continuaran facilitant la correcció del dèficit, de manera que Espanya sortirà del protocol de dèficit excessiu el 2018. En concret, sense disposar encara d'informació detallada sobre el pla pressupostari, el dèficit se situarà, previsiblement, en el 2,5% del PIB el 2018, la qual cosa representa una disminució de 6 dècimes del PIB en relació amb el tancament de

*Afiliats a la Seguretat Social **

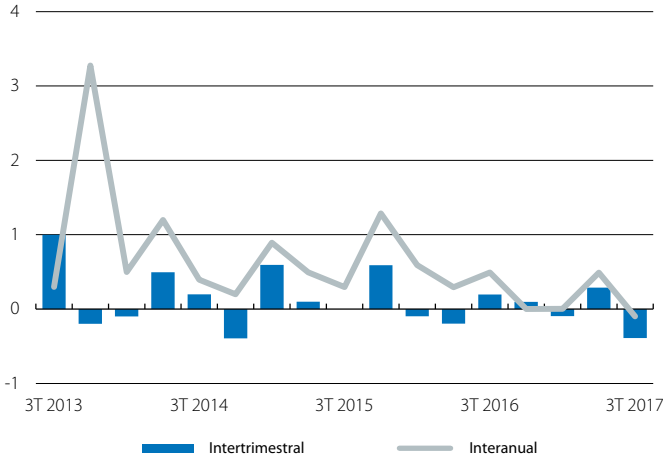
Variació mensual (milers de persones)



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

*Cost laboral per hora **

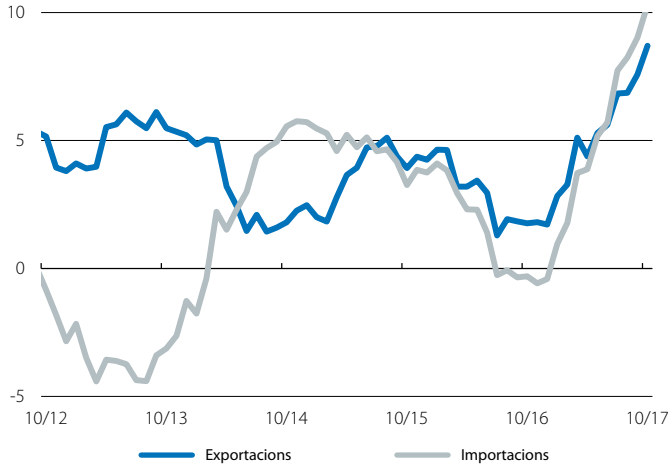
Variació (%)



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

*Exportacions i importacions de béns **

Variació interanual (%)



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

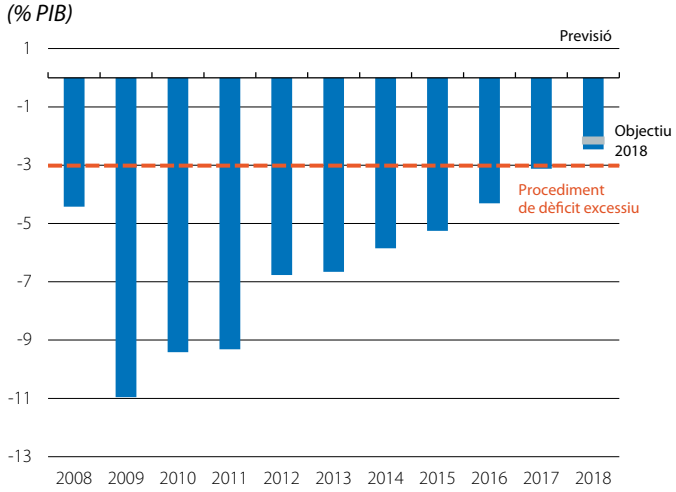
l'any anterior. La reducció prevista permetrà que el dèficit s'acosti a l'objectiu recollit al pla pressupostari del 2018, que se situa en el 2,2%, però, atès l'elevat nivell de deute públic, del 98,7% del PIB, és convenient no deixar la correcció del dèficit només en mans de la millora cíclica i centrar-se en mesures que garanteixin una millora estructural dels comptes públics a llarg termini.

El sector immobiliari va camí de consolidar la seva fase expansiva el 2018. L'evolució del preu de l'habitatge n'és una bona mostra: en el 3T, el creixement del preu de l'habitatge basat en les compravendes es va accelerar fins al 6,6% interanual (el 5,6% en el 2T), un augment superior a l'índex basat en preus de taxació (el 2,7% interanual en el 3T). El preu de taxació, atesa la seva naturalesa, va recular menys durant la crisi, i ara també s'espera que creixi de manera més gradual durant la fase expansiva del cicle. En qualsevol cas, tot fa pensar que la tendència a l'alça dels preus de l'habitatge es mantindrà en els propers trimestres. Per exemple, el preu del sòl va avançar el 7,4% en el 3T, i aquest preu sol anticipar l'evolució del preu de l'habitatge amb un any d'antelació. Els indicadors de demanda i els d'oferta també mostren una evolució dinàmica, la qual cosa reflecteix la solidesa de la recuperació del sector. En particular, els visats d'inici d'obra van créixer el 25% al setembre (acumulat de 12 mesos). Malgrat tot, el nombre de visats es manté en nivells històricament baixos, i la falta d'oferta ja es comença a notar en algunes zones.

Bones perspectives per al crèdit bancari, basades en la recuperació de l'activitat, en el manteniment de les condicions monetàries acomodatícies i en l'auge del sector immobiliari. El desglossament del crèdit del 3T 2017 mostra que el saldo de crèdit al consum avança a bon ritme (el 14,4% interanual), mentre que el saldo de crèdit a la resta de segments encara decreix, tot i que ho fa a un ritme menor. Per la seva banda, la taxa de morositat va continuar descendint en tots els segments. En concret, en l'últim any, destaca la reducció en 5 p. p. de la taxa de morositat del crèdit promotor, tot i que encara es va mantenir en un elevat 20,8% en el 3T 2017. De cara al 2018, la reducció de la morositat continuarà tenint el suport de la millora de l'activitat econòmica i el mercat laboral i de les vendes de carteres d'actius dubtosos.

Necessitat de finançament de les Administracions públiques

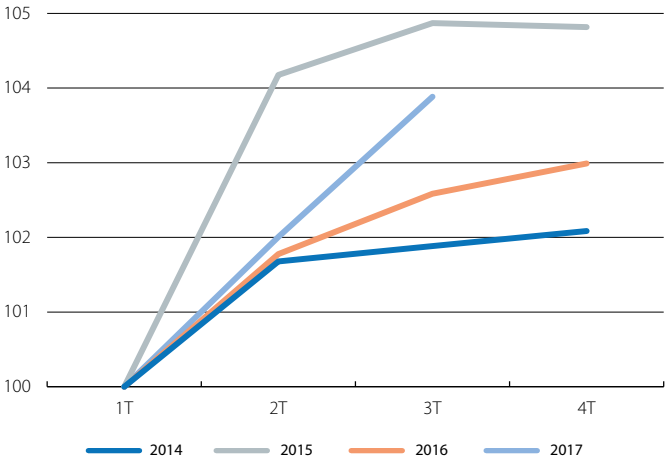
(% PIB)



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

Preu de l'habitatge basat en compravendes

Índex (100 = 1T)



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

Crèdit brut i morositat en el 3T 2017

	Saldo (milers de milions d'€)	Var. interanual (%)	Taxa de morositat (%)
Crèdit a llars	698	–1,0%	–
Compra d'habitatge	526	–2,7%	4,7%
Altres finalitats	172	4,4%	8,7%
Consum	76	14,4%	–
Crèdit a empreses	476	–3,7%	–
No-promotors	366	–1,2%	10,8%
Promotors	110	–11,0%	20,8%
Crèdits al sector privat *	1.174	–2,1%	8,3%

Nota: ** El saldo total no inclou el crèdit a serveis financers.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya (capítol 8).*

FOCUS · La complexitat de les exportacions espanyoles

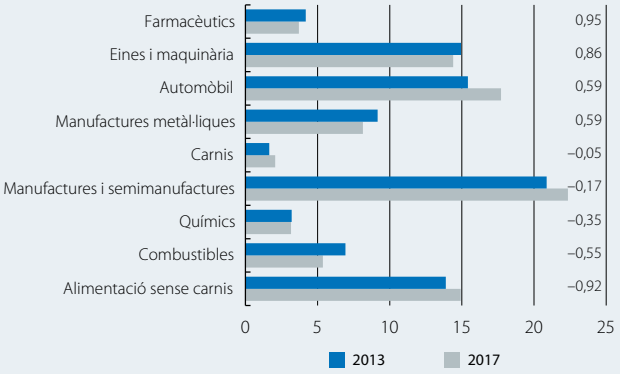
En els últims anys, el sector exportador espanyol ha crescut amb força, un procés que s'ha vist reflectit en l'ampliació de les destinacions i en la diversificació de la gamma de productes exportats. No obstant això, encara queda una important assignatura pendent: la complexitat de les exportacions. Què és la complexitat i per què és important? Els prestigiosos economistes de Harvard Ricardo Hausmann i César Hidalgo estimen un índex de complexitat econòmica (ICE) que, a grans trets, qualifica com a economia complexa quan és capaç d'exportar una gamma diversa de productes que molt pocs països són capaços de produir.[1] La complexitat d'una economia és important, perquè, tal com ho mostren els mateixos autors, està íntimament vinculada al creixement a llarg termini de la renda *per capita*.

Doncs bé, segons l'ICE, l'auge de les exportacions espanyoles des del 2010 ha anat acompanyat d'una pèrdua de posicions en el *ranking* de complexitat de les exportacions. Així, Espanya va passar d'ocupar el lloc 23 el 2010 al 33 el 2015 i el 2016 (en una classificació de 124 països). Per què Espanya cedeix posicions en complexitat? Una primera explicació és que la feblesa de la demanda interna durant la Gran Recessió va obligar moltes empreses a llançar-se a l'activitat exportadora per compensar la caiguda de les vendes domèstiques. Així, veiem que, en aquest període, inicien l'activitat exportadora moltes empreses relativament petites, en general de menor productivitat i dedicades a la producció de béns no particularment sofisticats. En segon lloc, la complexitat econòmica és un concepte relatiu. Si cada vegada hi ha més països capaços de produir el que un país ven, es perd complexitat. Per aquesta raó, l'ascens de les economies emergents en els últims anys ha fet que perdessin complexitat la majoria de les economies avançades, com és el cas de Portugal, de França o del Regne Unit, llevat de potències exportadores com Alemanya i el Japó, que es mantenen a la part alta del *ranking*.

Una anàlisi per productes permet, però, extreure certs aspectes positius. En primer lloc, la complexitat de les exportacions espanyoles està dominada per la indústria de l'automòbil (turismes i parts, i accessoris), que té una complexitat elevada i una important capacitat de generar *spillovers* (impulsar altres sectors). L'aparició de noves empreses exportadores en altres sectors durant la Gran Recessió va fer que l'automòbil passés de representar el 17,4% del total de les exportacions el 2010 al 14,6% el 2012 i contribuís, en gran part, al descens de l'indicador de complexitat. L'element positiu és que, des del 2013, la quota del sector automobilístic ha augmentat (va assolir el 17,7% en l'acumulat de l'any fins al setembre del 2017), igual que ho ha fet la seva complexitat. En menor mesura que l'automòbil, un altre sector que aporta una complexitat creixent és la manufactura de metalls i els seus productes, en especial el ferro i l'acer, amb un pes del 8,1% en el total de les exportacions i amb una complexitat superior a la mitjana. El sector farmacèutic (pes del 3,7%) i el d'eines i maquinària (el 14,4% del total de les exportacions) també incideixen de manera positiva en l'indicador de complexitat de les exportacions espanyoles, malgrat que la seva contribució ha anat decreixent en els últims anys. A l'altre extrem de la complexitat, trobem els productes alimentaris (el 17,0% del total de les exportacions), el pes creixent dels quals ha contribuït a reduir la complexitat agregada, amb la notable excepció del sector carni (pes del 2,1% en les exportacions) i amb una complexitat elevada i creixent.

*Exportacions per producte segons la seva complexitat **

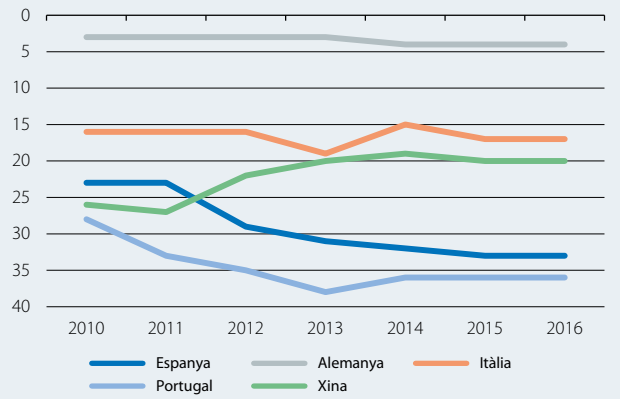
(% del total de les exportacions) *Complexitat*



Nota: ** Grups de productes ordenats segons la seva complexitat (valor màxim 2,3 i valor mínim –3,3).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Departament de Comerç i de l'Atlas of Economic Complexity (MIT).*

La complexitat de les exportacions

Posició en el ranking *mundial **



Nota: ** Posició en el ranking de 124 països de l'índex de complexitat econòmica (ICE).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Atlas of Economic Complexity (MIT).*

1. Vegeu l'Atlas of Economic Complexity a https://atlas.media.mit.edu/en/.

FOCUS · L'impacte de la política monetària sobre el preu de l'habitatge

Un nou cicle alcista es va consolidant al sector immobiliari. L'evolució del preu de l'habitatge n'és una bona mostra: acumula dos anys i mig de creixement, i, en algunes zones, l'increment acumulat assoleix el doble dígit. La revifada del sector és sòlida i es basa en una recuperació notable de l'activitat i en l'auge de la demanda, propiciada pel dinamisme del mercat laboral i per la millora de les condicions financeres. A aquest últim punt dediquem aquest Focus.

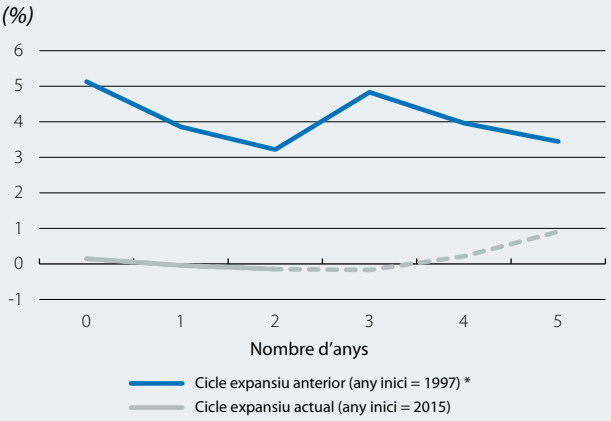
Comencem amb un senzill exemple per il·lustrar la rellevància de la política monetària duta a terme pel BCE per donar suport a les llars més afectades per la crisi: una reducció d'1 p. p. en els tipus d'interès hipotecaris permet compensar una caiguda de la renda bruta d'una llar del 8% i manté la ràtio d'esforç per a la compra d'habitatge sense canvis.[1] Serveixi de referència que, entre el 2012 i el 2016, la renda de les llars va caure, de mitjana, el 6,3% en termes acumulats, i la política monetària acomodatícia duta a terme va propiciar que el tipus d'interès hipotecari disminuís 1,3 p. p.

Fins al moment, tot fa pensar que l'entorn de tipus continuarà sent favorable. Malgrat que el BCE comença a canviar el to del seu discurs, no s'esperen pujades de tipus d'interès fins a mitjan 2019, i, a més a més, tot fa pensar que seran molt graduals. En particular, preveiem que el tipus mitjà sobre el saldo viu de crèdit hipotecari es mantindrà per sota del 2,5% en els dos propers anys, molt per sota del 5,0% registrat, de mitjana, en el cicle anterior.[2] Per tant, s'espera que les llars més afectades per la crisi econòmica puguin continuar comptant amb el suport d'un entorn de tipus d'interès molt baixos.

No obstant això, cal tenir en compte que l'entorn de tipus baixos també pressiona a l'alça el preu de l'habitatge. D'una banda, estimula la inversió en habitatge, en generar una retorn menor dels productes financers d'estalvi, i, a més a més, permet l'accés a habitatges més cars. Un exemple ho il·lustra molt bé: una reducció d'1 p. p. en els tipus d'interès hipotecaris permet finançar un immoble el 10% més car.[1] Si traslladem l'exemple a l'entorn de tipus actual, obtenim que, amb una quota mensual hipotecària de 550 euros durant 20 anys, un tipus d'interès del 3,2%[3] permet finançar la compra d'un habitatge d'un import de 120.943 euros, un valor el 18% més alt del que es podria finançar si els tipus d'interès fossin del 5%, com en el cicle anterior.

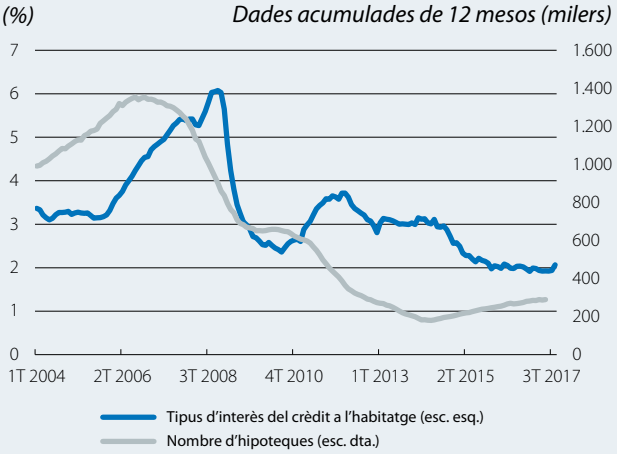
Més enllà dels exemples il·lustratius per a llars amb característiques determinades, els articles acadèmics que intenten aïllar l'efecte agregat de la política monetària sobre el preu de l'habitatge de manera més exhaustiva estimen que aquest efecte és notable. En particular, als països desenvolupats, una disminució d'1 p. p. del tipus d'interès real pot arribar a pressionar a l'alça prop d'1 p. p. el preu de l'habitatge.[4]

Euríbor 12 mesos



Nota: ** Per als anys anteriors al 1999, es reporta el MIBOR, el tipus de referència hipotecària més utilitzat en aquest període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

Tipus d'interès i nombre d'hipoteques



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

1. S'assumeix una reducció de tipus del 3% al 2%, amb una hipoteca a 20 anys.
2. Les diferències en els tipus d'interès reals no seran, probablement, tan àmplies, perquè s'espera que la inflació es mantingui en cotes inferiors a les del cicle anterior.
3. S'assumeix una hipoteca equivalent al 80% del valor de l'habitatge. Serveixi de referència que, en l'actualitat, la quota hipotecària mensual mitjana se situa en 549 euros, el venciment mitjà és de 23,4 anys i el tipus d'interès per a les hipoteques constituïdes a tipus fix és del 3,16% (3T 2017).
4. Vegeu Kuttner, K. (2012), «Lower Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun», i Jarociński, M. i Smets, F. R. (2008), «House Prices and the Stance of Monetary Policy», Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 90.

FOCUS · Com estan de diversificades les fonts de finançament empresarial a Espanya?

El finançament de les empreses espanyoles i, en general, europees ha estat històricament més bancaritzat que el d'altres economies avançades, com la nord-americana.[1] No obstant això, en aquest nou cicle expansiu, s'observa un canvi significatiu en les fonts de finançament utilitzades i en els proveïdors d'aquest finançament.

La principal font de finançament de les pimes és el crèdit bancari, i, atès que el teixit empresarial espanyol està dominat per pimes, no sorprèn que aquesta sigui la principal font de finançament a Espanya. Això és així perquè les empreses petites no tenen prou escala per incórrer en els costos que comporta accedir als mercats de capitals, que inclouen, entre d'altres, els costos de generar la informació necessària i d'emissió. Per a aquestes empreses, per tant, mantenir una relació bancària propera i estable és imprescindible. Així, els gestors de les oficines bancàries poden realitzar un mesurament del risc de crèdit més precís de cada empresa. Les empreses més grans, en canvi, solen oferir informació financera amb més freqüència i detall, generalment auditada, o, fins i tot, disposen d'una valoració d'una empresa de ràting independent. Això els permet complementar el crèdit bancari amb fonts de finançament alternatives, com els bons corporatius, que emeten directament als mercats financers.

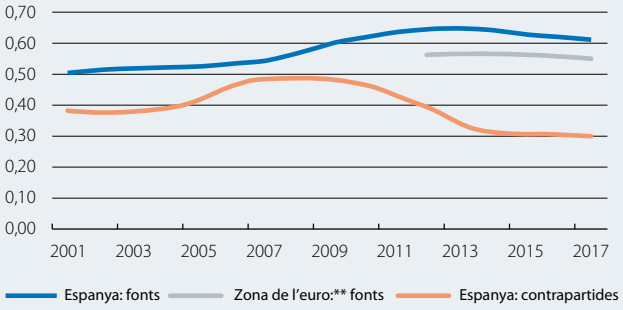
Una de les qüestions fonamentals, tant per al sector bancari com per als empresaris, i, en general, des d'un punt de vista macroeconòmic, és quin és el *mix* òptim de finançament per a les empreses. D'una banda, per a les empreses grans, una major diversificació de les fonts de finançament els permet accedir a un nombre més elevat d'inversors i, generalment, gaudir de condicions financeres més favorables. A més a més, això sol anar acompanyat d'un accés als mercats de finançament internacionals, la qual cosa permet destinar més recursos bancaris a les empreses petites, que es beneficien més de l'activitat bancària. No obstant això, d'altra banda, les emissions als mercats de capitals mostren una volatilitat elevada, ja que la liquiditat d'aquests mercats se sol drenar davant episodis d'inestabilitat financera. El finançament bancari, en canvi, sol ser menys volàtil.

Si passem de la teoria a la pràctica, observem que, a Espanya, en els cinc últims anys, es percep una disminució del pes dels préstecs bancaris i un augment del preu del crèdit comercial i dels bons corporatius (aquests últims, impulsats pel programa de compra de bons corporatius del BCE). Això queda resumit en una disminució de l'índex de concentració de les fonts de finançament, que ha seguit una tendència similar a la del conjunt de la zona de l'euro, malgrat que encara es troba en nivells una mica més elevats.

Pel que fa a la diversificació dels proveïdors de finançament extern, s'observa un patró similar. Si ens centrem en les contrapartides dels préstecs i dels bons corporatius (és a dir, els tenidors del deute empresarial), destaca el descens de les institucions financeres monetàries, que ha estat compensat, en part, per un ascens de la resta del món, és a dir, per un augment de l'accés al finançament internacional. Sense cap mena de dubte, una mostra de la confiança dels inversors internacionals en les empreses espanyoles i una oportunitat perquè diversifiquin les seves fonts de finançament.

Concentració de les fonts de finançament i les seves contrapartides

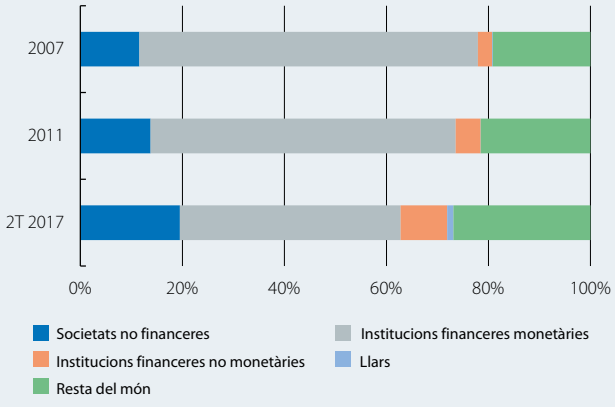
*Índex de Herfindahl **



Nota: ** L'índex de Herfindahl de les fonts de finançament es calcula sumant el quadrat del pes de cada font sobre el total. L'índex de Herfindahl de les contrapartides es calcula sobre els tenidors del deute empresarial (préstecs i bons corporatius). Un major índex indica una major concentració. ** Dades de la zona de l'euro disponibles únicament des del 2012.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i del Banc Central Europeu.*

Contrapartides del deute de les societats no financeres

(%)



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

1. Vegeu el Focus «La unió del mercat de capitals: un primer pas», a l'IM04/2015.

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Indústria								
Consum d'electricitat	1,7	0,0	–0,1	1,6	1,2	0,2	0,2	2,9
Índex de producció industrial	3,3	1,9	1,9	1,9	2,1	2,5	4,2	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,3	–2,3	–0,6	0,3	–0,5	–0,1	2,5	5,5
PMI de manufactures *(valor)*	53,6	53,2	54,4	54,8	54,9	53,6	55,8	56,1
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	20,0	43,7	36,9	24,5	18,4	23,5	25,3	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	10,9	13,1	13,9	15,2	12,2	13,3	14,4	...
Preu de l'habitatge	1,1	1,9	1,5	2,2	1,6	2,7	–	...
Serveis								
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	5,6	8,2	10,1	10,0	10,2	10,3	9,4	9,3
PMI de serveis *(valor)*	57,3	55,0	54,9	56,4	57,8	56,8	54,6	54,4
Consum								
Vendes comerç al detall	3,0	3,6	3,0	0,6	2,5	1,8	–1,5	3,3
Matriculacions d'automòbils	21,3	11,4	8,9	7,8	6,3	6,7	13,7	12,4
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	0,3	–3,8	–3,2	–2,8	1,5	0,2	–1,4	–1,7

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Afiliats a la Seguretat Social [1]								
Sectors d'activitat								
Indústria	2,2	2,8	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2
Construcció	4,7	2,6	3,3	5,3	6,1	6,1	6,8	7,1
Serveis	3,5	3,2	3,5	3,4	3,8	3,6	3,7	3,6
Situació professional		3,5						
Assalariats	3,5	3,5	3,8	4,0	4,4	4,1	4,1	4,3
No assalariats	1,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,5
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**3,3**	**3,4**	**3,8**	**3,5**	**3,5**	**3,6**
Població ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,3**	**2,3**	**2,8**	**2,8**	–	**...**
Contractes registrats [3]								
Indefinits	12,3	14,2	13,3	15,4	10,2	11,0	21,4	10,3
Temporals	11,2	7,2	6,6	12,1	9,6	5,0	7,6	3,7
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**7,1**	**12,4**	**9,6**	**5,5**	**8,8**	**4,3**
Atur registrat [3]								
Menors de 25 anys	–11,0	–12,6	–13,2	–13,3	–17,3	–9,4	–6,9	–10,5
Resta d'edats	–7,2	–8,2	–9,0	–9,2	–10,3	–8,7	–8,0	–8,1
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–9,4**	**–9,6**	**–10,9**	**–8,8**	**–7,9**	**–8,3**

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
General	**–0,5**	**–0,2**	**1,0**	**2,7**	**2,0**	**1,7**	**1,6**	**1,7**	**1,2**
Subjacent	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	0,9	0,8	...
Aliments sense elaboració	1,8	2,3	1,0	4,1	2,5	–0,2	4,9	4,3	...
Productes energètics	–9,0	–8,4	1,6	15,3	8,0	5,4	3,9	5,9	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	08/17	09/17	10/17
Comerç de béns									
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	4,3	1,7	1,7	5,1	5,6	7,6	6,9	7,6	8,7
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	3,7	–0,4	–0,4	3,7	5,7	9,0	8,2	9,0	10,3
Saldo corrent	**12,2**	**21,5**	**21,5**	**21,6**	**21,2**	**20,6**	**20,7**	**20,6**	**20,4**
Béns i serveis	25,3	33,7	33,7	32,0	32,6	31,9	32,2	31,9	31,4
Rendes primàries i secundàries	–13,1	–12,2	–12,2	–10,4	–11,4	–11,3	–11,5	–11,3	–11,0
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**19,2**	**24,2**	**24,2**	**24,1**	**23,4**	**22,6**	**22,8**	**22,6**	**22,5**

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	4T 2016	1T 2017	2T 2017	07/17	08/17	09/17	10/17
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament [1]	**–5,3**	**–4,5**	**–4,5**	**–0,4**	**–2,2**	**–**	**–**	**–1,5**	**–**
Administració central	–2,6	–2,7	–2,7	–0,4	–1,1	–1,8	–1,9	–1,5	–1,1
Comunitats autònomes	–1,7	–0,8	–0,8	–0,2	–0,7	0,0	0,1	0,1	0,1
Corporacions locals	0,4	0,6	0,6	0,1	0,1	–	–	0,5	–
Seguretat Social	–1,2	–1,6	–1,6	0,1	–0,5	–0,5	–0,6	–0,6	–0,6
Deute públic *(% PIB)*	**99,4**	**99,0**	**99,0**	**100,0**	**99,8**	**–**	**–**	**98,7**	**–**

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.*

Crèdit i dipòsits dels sectors no financers [1]

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

	2015	2016	4T 2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	08/17	09/17	10/17
Dipòsits [2]									
Dipòsits de llars i empreses	–0,6	2,5	3,0	3,2	2,5	2,3	2,3	2,9	2,7
A la vista i estalvi	14,7	16,0	16,2	18,6	18,8	17,2	17,3	17,3	16,7
A termini i preavís	–16,3	–16,0	–17,7	–22,0	–24,9	–25,1	–25,1	–25,1	–25,5
Dipòsits d'AP	6,7	–14,2	–29,1	–28,0	–26,7	6,8	9,0	9,5	7,0
TOTAL	**–0,2**	**1,2**	**0,4**	**1,0**	**0,5**	**2,6**	**2,6**	**3,2**	**2,9**
Saldo viu de crèdit [2]									
Sector privat	–5,5	–3,6	–3,2	–2,7	–2,1	–2,3	–2,4	–2,1	–2,0
Empreses no financeres	–7,3	–5,3	–5,2	–4,3	–3,0	–3,9	–4,0	–3,7	–3,3
Llars - habitatges	–4,6	–3,7	–3,1	–3,0	–2,8	–2,7	–2,7	–2,7	–2,7
Llars - altres finalitats	–2,6	2,0	2,9	3,6	3,2	3,6	3,5	4,4	4,0
Administracions públiques	0,2	–2,9	–2,7	–3,2	–12,6	–11,6	–10,9	–12,2	–11,6
TOTAL	**–5,2**	**–3,6**	**–3,2**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,0**	**–3,0**	**–2,8**	**–2,7**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**10,1**	**9,1**	**9,1**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**8,5**	**8,3**	**8,2**

Notes: *1. Dades agregades del sector bancari espanyol. 2. Residents a Espanya. 3. Dada fi del període.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya.*

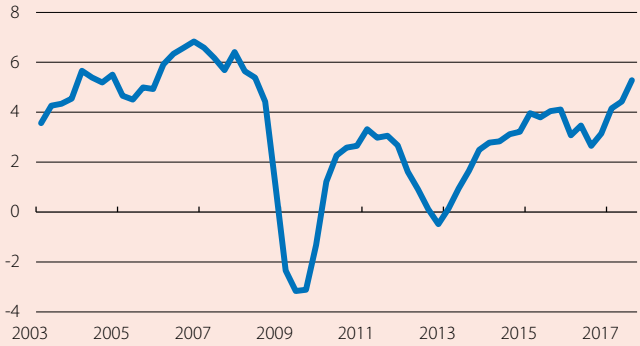
EUROPA EMERGENT

Anàlisi del cicle econòmic de l'Europa emergent

L'Europa de l'Est (EE) creix amb força. Així ho mostren les dades de creixement del PIB, que, en els últims trimestres, han presentat taxes que feia anys que no s'experimentaven en aquests països (vegeu el primer gràfic). Això ha generat una certa incredulitat. És sostenible aquest ritme de creixement? En aquest article, indagarem sobre els factors que expliquen l'embranzida econòmica de l'Europa emergent. Veurem que, tot i que l'auge econòmic està íntimament vinculat a la puixança econòmica de la UE, també hi ha factors idiosincràtics de relleu.

Europa emergent: creixement ponderat del PIB *

(%)



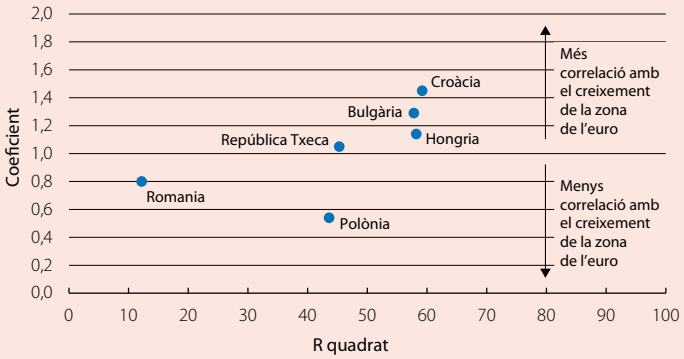
Nota: ** Europa emergent inclou Polònia, Hongria, la República Txeca, Romania, Bulgària i Eslovàquia. Ponderació per PIB de cada país.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

L'anàlisi del cicle actual de les economies de l'EE es pot separar en dues parts. D'una banda, l'EE es caracteritza per ser una àrea amb un grau elevat d'obertura comercial a la UE, el seu soci més important, ja que captura al voltant del 75% del total de les seves exportacions.[1] Així, en la mesura que l'activitat a la UE ha guanyat tracció, això ha empès les exportacions de l'EE. Un altre factor clau que ha contribuït a un major creixement de l'EE és la recepció dels fons estructurals per part de la UE.[2]

No obstant això, la UE no explica la totalitat del cicle econòmic de l'Europa emergent. Una mostra d'això és la relació entre el creixement del PIB de cada economia de l'EE amb la de la zona de l'euro.[3] Tal com es pot veure al segon gràfic, malgrat que, en general, la relació entre el PIB de cada economia de l'EE amb la de la zona de l'euro és d'un a un (1 p. p. més de creixement del PIB a la zona de l'euro s'associa amb 1 p. p. més de creixement a cada país de l'EE[4]), la variància explicada pel PIB de la zona de l'euro amb prou feines assoleix, de mitjana, el 50% de la variància total.

Així, quins altres factors expliquen el cicle de l'EE? En la conjuntura actual, en destaquen dos: la política fiscal i la política monetària. Pel costat de la política fiscal, els governs de l'àrea han adoptat un posicionament clarament expansiu des del 2015 (vegeu el tercer gràfic). Això, tal com es tracta amb més detall a l'article «Risc polític a l'Europa emergent: fins a quin punt ens hem de preocupar?», d'aquest mateix Dossier, es pot explicar, si més no en part, per l'auge de polítiques de caire populista, aplicades, sobretot, a Polònia i a Hongria. Els plans anunciats pels respectius governs fins ara fan pensar que aquesta tendència es mantindrà en els propers anys.

Grau d'associació del creixement de l'Europa emergent amb la zona de l'euro *



Nota: *S'estima, per a cada país de l'EE, la següent equació per mínims quadrats ordinaris: $\gamma_{EE} = \alpha + \beta\gamma_{EZ}$, on γ_{EE} és el creixement del PIB de cada país de l'EE i γ_{EZ} el creixement del PIB de la zona de l'euro. A l'eix vertical, mostrem els coeficients β estimats i, a l'eix horitzontal, el R quadrat. El R quadrat mesura el percentatge de la variància total observada explicada per la variable explicativa, és a dir, el creixement del PIB de la zona de l'euro.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

Pel costat de la política monetària, el tipus d'interès de referència a la majoria de països de l'EE se situa en mínims històrics i dóna suport, així, al creixement de la demanda.[5] No obstant això, en la conjuntura actual de fort creixement de l'activitat, dels salaris i del to expansiu de la política fiscal, tot i que és veritat que la taxa d'inflació es manté al voltant de l'objectiu de les autoritats monetàries, és probable que pugi de forma més ràpida de l'esperat.[6] Això podria empènyer les autoritats monetàries a haver d'apujar tipus de forma més ràpida del que s'ha anunciat fins ara per evitar que les economies s'escalfin en excés. Com a mostra que la política monetària pot ser massa acomodatícia en el context actual, valgui la comparació del

1. El 2016, en una mitjana ponderada pel PIB, les economies de Polònia, Hongria, la República Txeca, Romania, Bulgària i Eslovàquia van mostrar una ràtio de la suma d'importacions i exportacions sobre el PIB 34,4 p. p. per damunt de la de la zona de l'euro.
2. El lector interessat en la qüestió dels fons estructurals destinats a l'EE pot llegir l'article «Els dividends de la integració de l'Europa emergent a la UE», en aquest mateix *Informe Mensual*.
3. Utilitzem l'agregat de la zona de l'euro en lloc del de la UE, ja que la UE inclou els països de l'EE.
4. Polònia és la excepció més destacable, la qual cosa era d'esperar, atès el pes del seu mercat interior.

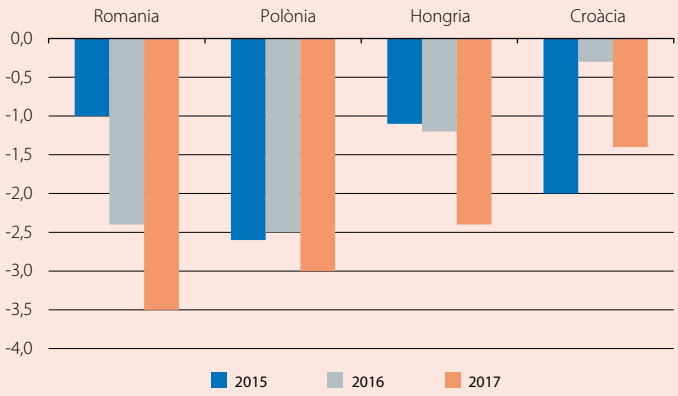
tipus de referència de cada país amb el tipus predit per una senzilla regla de Taylor. Tal com es pot veure al quart gràfic, en tots els casos, el tipus predit és més alt que el tipus real.[7]

Així, cal esperar que l'EE mantindrà un fort ritme de creixement en els propers trimestres en la mesura que els factors esmentats més amunt continuaran donant suport a l'activitat, malgrat que el creixement serà una mica més moderat si les autoritats monetàries comencen a retirar l'actual grau d'estímul.

Més enllà de l'anàlisi a curt termini, cal preguntar-se fins a quin punt el bon moment que travessa la regió es podrà mantenir a mitjà i a llarg termini. Una primera anàlisi del desenvolupament de l'actual fase expansiva convida a l'optimisme, ja que, tal com es discuteix a l'article «Europa emergent: creixement amb menys riscos», d'aquest mateix Dossier, els països de l'EE estan sent capaços de mantenir un ritme elevat d'avanç sense acumular desequilibris macroeconòmics.

*Dèficit ajustat pel cicle **

(% del PIB potencial)

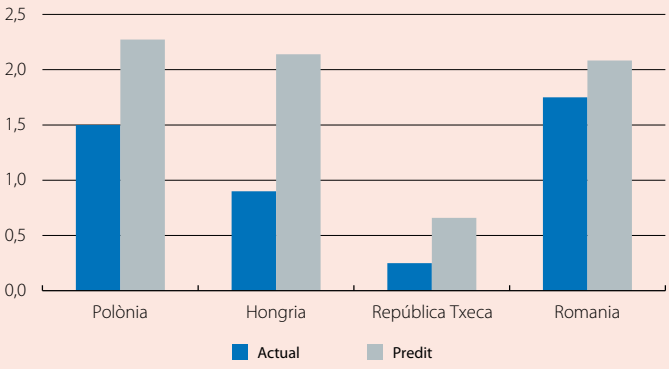


Nota: ** El dèficit ajustat pel cicle és una mesura que elimina els factors cíclics del còmput del dèficit (per exemple, es corregeix pel fet que les despeses per subsidis d'atur són més alts en una recessió que en una expansió).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.*

No obstant això, els reptes que té la regió, entre els quals destaca l'encaix de l'EE a la UE, continuen sent importants. Aquesta temàtica s'aborda a l'article «Els dividends de la integració de l'Europa emergent a la UE», d'aquest Dossier, la principal tesi del qual és que la integració de l'EE a la UE ha estat molt beneficiosa per a l'EE, tot i que aquest impuls ha començat a perdre força. Revertir aquesta tendència dependrà molt del grau de compromís que adquireixin els països de l'àrea amb el projecte de construcció europeu. En canvi, hi ha el risc d'una deriva populista en països com Polònia i Hongria, que, a la llarga, pot desembocar en un clima menys favorable per a la inversió, tant nacional com internacional. No obstant això, tal com es tracta a l'article «Risc polític a l'Europa emergent: fins a quin punt ens hem de preocupar?» esmentat més amunt, veurem que els riscos relacionats amb l'auge de les democràcies il·liberals es mantenen, de moment, continguts.

*Tipus d'interès de referència: actual i predit **

(%)



Nota: ** El tipus predit es calcula mitjançant una regressió del tipus d'interès de referència sobre el mateix tipus un període enrere, el diferencial del creixement del PIB i la seva mitjana històrica i el mateix diferencial sobre la inflació. La regressió s'estima sobre dades que arriben fins al 2016. La comparativa es fa sobre el valor del 3T 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Datastream.*

Malgrat tot, el major repte prové del model productiu. Durant el període previ a la crisi financera, un percentatge significatiu del creixement econòmic es va explicar per la millora de la productivitat total dels factors (PTF), gràcies, en gran part, a la integració de l'EE en l'economia global i, en especial, en els països de la zona de l'euro. Desafortunadament, aquesta font de creixement, a poc a poc, s'anirà esgotant. De fet, des del 2009, la contribució de la PTF al creixement ha caigut de forma notable en favor d'una major contribució per part de l'acumulació de capital.[8] En la mesura que el creixement sustentat per una acumulació de factors de producció té un abast limitat, és molt probable que la pressió perquè l'EE faci un canvi de model productiu vagi en augment i que passi d'un model que encara és molt depenent de la mà d'obra barata a un de major valor afegit. El repte no és nou, però hi ha alguna regió emergent més ben preparada per dur-lo a terme?

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

5. Els bancs centrals de Polònia, de la República Txeca i d'Hongria permeten que el tipus de canvi fluctuï lliurement al mercat. Cal destacar el cas de la República Txeca, que, entre el 2013 i l'abril del 2017, va mantenir el compromís de mantenir la corona a un tipus de canvi mínim de 27 corones per euro. Aquesta mesura es va fer efectiva per combatre el risc de deflació i va ser abandonada quan el banc central va considerar que els riscos havien desaparegut.
6. En el 3T 2017, els salaris van créixer el 5% interanual a Polònia, el 7% a la República Txeca, el 12,5% a Hongria i el 15,6% a Romania.
7. La regla de Taylor usada en aquest article relaciona el tipus d'interès de referència amb la mateixa variable retardada un trimestre, la diferència entre la inflació i la mitjana històrica de la inflació i la diferència entre el creixement del PIB i la seva mitjana històrica.
8. La PTF ha passat d'explicar, aproximadament, el 60% del creixement durant el període 1998-2008 a poc menys del 40% entre el 2009 i el 2016. Per fer aquests càlculs, s'ha assumit una funció de producció amb dos factors productius: capital i treball. A més a més, les contribucions s'han calculat assumint que el percentatge de la retribució del capital sobre el total de la renda dels països és del 40%.

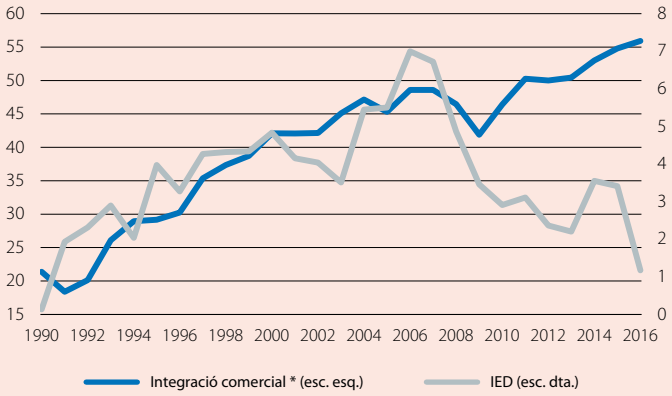
Els dividends de la integració de l'Europa emergent a la UE

Reunits a Copenhaguen, el 2002, els caps de Govern dels 15 estats de la UE i dels 10 països candidats van acordar que l'ampliació de la UE seria una realitat l'1 de maig del 2004.[1] Va ser un moment de celebració i de màximes amb vocació de transcendència per part de tots els assistents, però potser qui va capturar millor els anhels de l'Europa emergent va ser Siim Kallas, primer ministre d'Estònia, en afirmar que Europa era un nou espai d'oportunitat per als futurs països membres gràcies a la possibilitat de rebre inversió, de vendre els seus productes i de viatjar i treballar a Europa. Potser el pragmatisme que desprenen aquestes afirmacions pot semblar poc ambiciós (en definitiva, Kallas es donava per satisfet amb l'accés a un gran mercat interior), però un ràpid cop d'ull a la història ofereix una conclusió diametralment oposada: entrar a la UE contenia una promesa que, durant una gran part del segle XX, s'havia mostrat inassequible per a la meitat est del continent europeu.

Visitem la regió en quatre moments puntuals molt significatius. Any 1937, Txecoslovàquia té una renda per capita equivalent al 72% de l'Europa Occidental; Hongria, del 63%; Polònia, del 48%; Bulgària, del 39%, i Romania, del 28%. Any 1992, poc després del col·lapse de la URSS i de la caiguda del mur. Després de gairebé cinc dècades d'economia planificada, les posicions relatives en termes de prosperitat a la regió no s'havien alterat i, de fet, havien divergit en relació amb els estats avançats del continent. Any 2004, després d'una dècada de transició cap a l'economia de mercat es produeix l'ampliació. Situació? Mateixa ordenació i nivells gairebé idèntics de prosperitat relativa que el 1937. I, finalment, any 2016. Per fi, després d'un segle calamitós, l'anhelada convergència real s'ha començat a produir: des de la seva adhesió a la UE, els països esmentats han estat capaços de retallar, en funció del cas, entre 9 i 24 p. p. el seu desavantatge en nivell de renda.

Europa emergent: integració comercial i inversió estrangera directa

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



Nota: ** La integració comercial es calcula com la suma de les exportacions i de les importacions amb la zona de l'euro dividida pel PIB nominal de la regió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i de l'Oxford Economics.*

Aquesta història d'èxit (en uns països més que en uns altres) és deguda, principalment, a la combinació de dos aspectes: el procés d'enllaç d'aquestes economies amb el nucli dur de la UE i la modernització de les institucions dels països de la regió. En matèria d'integració econòmica, l'evolució és clarament positiva. Des del 1995, quan s'inicia la preparació per a l'adhesió, la ràtio d'exportacions més importacions amb la zona de l'euro en percentatge del PIB ha passat del 29,2% al 55,9% actual. En aquest procés, han destacat, en especial, Polònia, Hongria, la República Txeca i Eslovàquia, que han doblat amb escreix la intensitat dels seus intercanvis amb la zona de l'euro. Un altre àmbit clau és el de les entrades d'inversió estrangera directa (IED). Durant el període esmentat, l'Europa emergent va rebre anualment l'equivalent al 4% del PIB, una xifra significativa si tenim en compte que, entre el 1986 i el 1997 (el mateix període des de la seva adhesió a la UE), Espanya va rebre fluxos d'entrades d'IED equivalents al 2,2% del PIB. Certament, a partir del 2007, l'impuls ha disminuït, però ajornem la interpretació d'aquest fet i avancem una mica més. Un tercer aspecte que revela l'alt grau d'integració són els fluxos de persones. En una regió en estancament demogràfic, l'emigració bruta ha estat important. A Polònia, el país que més ha contribuït a aquesta dinàmica, entre el 1995 i el 2015, va emigrar l'1,8% de la població.

El segon àmbit clau en la història d'èxit de l'Europa emergent és el de la modernització institucional. Una bona aproximació a aquest concepte la proporciona l'índex de qualitat de la regulació del Banc Mundial, que captura si la regulació i les polítiques públiques són favorables al desenvolupament de la iniciativa privada. D'acord amb aquesta mesura, si el 1996 la qualitat reguladora era similar a la de l'Argentina de llavors, el 2016, equivalia a l'actual de Portugal. Com s'aprecia, una evolució notablement positiva. Però també es pot observar que, des de la meitat de la dècada dels 2000, el progrés és escàs. Ara és el moment de repescar la qüestió de la inversió exterior que hem deixat aparcat. Abans hem dit que, tot i que els fluxos han continuat arribant, ho fan a un ritme molt més lent que en el passat. Malgrat que els determinants són múltiples, i no tots imputables a factors idiosincràtics dels emergents, la falta de millora institucional és un llast.

1. En aquest article, quan fem referència a l'Europa emergent, considerem els següents països: Polònia, la República Txeca, Eslovàquia, Eslovènia, Hongria, Letònia, Lituània, Estònia, Romania, Bulgària i Croàcia. Els vuit primers es van integrar a la UE el 2004; Romania i Bulgària, el 2007, i Croàcia, el 2013.

De tot el que s'ha esmentat es desprèn que és raonable defensar que ha existit el que podem anomenar dividends econòmics de la integració de l'Europa emergent a la UE. Els exercicis empírics així ho apunten, però també cal considerar que aquest efecte s'està diluint i que el patró de creixement està canviant. Així, com es constata a l'article «Anàlisi del cicle econòmic de l'Europa emergent», d'aquest mateix Dossier, des del 2009, la regió bascula cap a allò que, a vegades, s'anomena un model de creixement extensiu, és a dir, més basat en l'acumulació de factors que en el creixement de la productivitat. Per reorientar-se cap a un model de creixement intensiu, els països de l'Europa emergent s'hauran de replantejar el que esperen de la UE i el que han d'aportar a la seva construcció. També hauran de millorar la dotació d'infraestructures i reprendre el camí de la millora institucional. La relació entre la UE i l'Europa emergent serà determinant en els dos casos, tot i que aquí ens centrarem més en el primer.

L'Europa emergent exhibeix un nivell de prosperitat relativa inferior a la mitjana de la UE. Ha estat, per tant, receptora prioritària dels diferents fons i de les transferències de la UE destinats a finançar les accions de canvi estructural, mitjançant el desenvolupament regional, la dotació d'infraestructures o la modernització de l'agricultura. De mitjana anual, des del 2004, l'Europa emergent ha rebut transferències netes del pressupost de la UE equivalents al 2,2% del PIB (Espanya, durant el mateix període, ha rebut una xifra equivalent al 0,3% del PIB). Més enllà de l'eficiència amb què s'ha utilitzat el suport de la UE, aquest important import suggereix que la transformació de la regió ha estat major gràcies a aquests fons.

La contradicció és que, atesa la condicionalitat amb què operen aquests fons, com més pròspers siguin els països, menys fons rebran. Per tant, l'Europa emergent haurà de discutir en profunditat com ajustar la política regional i la resta de fons de finalitat estructural a partir del 2020, quan l'actual període de programació financera finalitzi. Però, en aquesta discussió, el grau d'influència dependrà, també, de si la resta de socis de la UE perceben que la regió és un actor clarament constructiu en el projecte europeu. La dinàmica recent de les relacions entre certs països de l'Europa emergent i la UE no és gaire prometedora. A més dels desacords que es revisen a l'article «Risc polític a l'Europa emergent: fins a quin punt ens hem de preocupar?», d'aquest Dossier, altres aspectes, com la tebiesa que mostren aquests països cap a la seva teòrica incorporació a l'euro, suggereixen un distanciament excessiu. I això, en un moment en què existeix una important finestra d'oportunitat (i, segurament, de necessitat) per reactivar la construcció europea, en especial en l'àmbit de la integració monetària, sembla un error estratègic:[2] l'Europa emergent hauria d'entendre que la UE continua proporcionant oportunitats importants per a la meitat est del continent.

Més amunt hem dit que un segon àmbit de canvi del model de creixement és reactivar el procés de millora institucional, la qual cosa, a vegades, s'anomena reformes de segona generació. Si, en el passat, l'adhesió a la UE va ser un esperó per dotar-se d'un marc institucional modern, no és desassenyat fer de la necessitat virtut i buscar la forma perquè el progrés de la UE i el de les institucions dels emergents avancin alhora. En definitiva, si, en els 20 últims anys, l'esforç de l'Europa emergent li ha permès beneficiar-se d'un obvi dividend econòmic de la integració, per què no reconèixer que allò que correspon a uns països que ja no són els de dècades enrere és que inverteixin decisivament en capital polític i obtinguin, en justa compensació, dividends polítics de la integració. O, parafrasejant John F. Kennedy, que no es plantegin tant què pot fer la UE per ells, sinó què poden fer ells per la UE.

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

2. Sobre la qüestió, vegeu Mestres, J. i Ruiz, À. (2017), «Unió Europea: claus per a un renaixement», a l'IM 09/2017.

Risc polític a l'Europa emergent: fins a quin punt ens hem de preocupar?

Els principals països de l'Europa emergent han copat recentment una bona part de l'atenció mediàtica al continent europeu arran dels desacords amb la UE sobre les quotes de refugiats. Malgrat tot, això no ha sorgit per generació espontània: els profunds canvis polítics que s'han produït a la regió des de la crisi econòmica del 2008 expliquen aquestes desavinences. Si hi fem un cop d'ull, veiem que han arribat al Govern partits que defensen polítiques heterodoxes per desmarcar-se dels patrons de les democràcies occidentals. Aquestes opcions polítiques són principalment Fidesz, liderat per Viktor Orbán a Hongria i que governa des del 2010, i Llei i Justícia a Polònia (en el poder des del 2015). A aquestes opcions, cal sumar el moviment ANO11 del multimilionari Andrej Babiš a la República Txeca, que ha format un govern en minoria després de la victòria electoral d'aquesta tardor, i l'extrema dreta búlgara, que participa al govern de coalició del seu país. Però fins a quin punt aquesta nova configuració política a l'Europa emergent comporta un augment del risc polític?

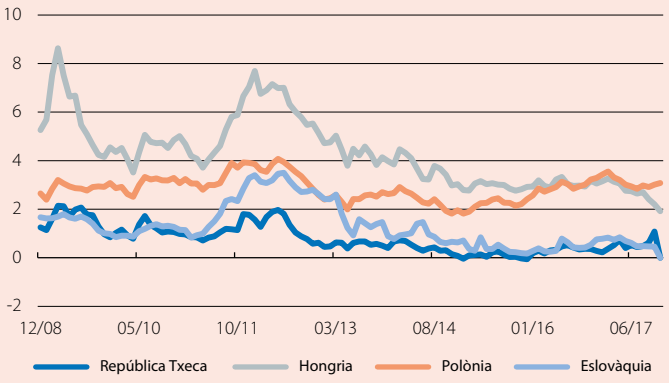
Per començar, cal dir que els diferents índexs de qualitat democràtica apunten a un descens relativament moderat i recent d'aquesta variable a l'Europa emergent: l'índex agregat de l'Economist Intelligence Unit, que estableix una escala entre el 0 i el 10 de menys a més democràtic, ha passat de 6,83 el 2015 a 6,68 el 2016. Destaquen la reculada de Polònia, a causa d'una puntuació baixa en funcionament de govern i de cultura política, i, en menor mesura, la d'Hongria, a causa d'una avaluació poc positiva de la participació política. Aquesta erosió és un reflex de les característiques de les «democràcies il·liberals» a Hongria i a Polònia: més poder governamental, intervencionisme econòmic creixent i més control sobre alguns dels pilars que exerceixen de contrapesos al poder executiu (poder judicial, mitjans de comunicació...).

Malgrat que el deteriorament d'aquests índexs és motiu d'inquietud, cal situar les coses en la seva justa mesura: els governs d'aquests països combinen una retòrica amb rivets populistes, per augmentar suports, amb unes dinàmiques pragmàtiques que solen acabar per imposar-se o, si més no, per modular l'abast de les polítiques implementades. En aquest sentit, a Hongria, s'han aplicat mesures proteccionistes que han perjudicat de forma notable alguns sectors estratègics amb un elevat percentatge de titularitat estrangera (augment dels gravàmens en telecomunicacions, en banca i en energia), però, en els últims anys, aquesta tendència s'ha suavitzat amb mesures com l'acord del 2015 amb el Banc Europeu de Reconstrucció i Desenvolupament, que contempla la reducció dels impostos bancaris el 2016-2019 i un menor pes del sector públic a la banca. Actualment, Polònia és el principal focus de risc a la regió. Fins avui, el Govern està duent a terme mesures impositives similars a les d'Hongria i es troba immers en una agra polèmica amb la UE a causa d'una reforma judicial que minaria la independència dels jutges. No obstant això, el segell pragmàtic es podria acabar imposant. Un primer símptoma és que, pel que sembla, el pla inicial de convertir les hipoteques en francs suïssos a la moneda local[1] ha estat rebutjat, la qual cosa ha insuflat una mica de tranquil·litat al sector bancari. Hi ha un element que ajuda a reforçar la hipòtesi pragmàtica: Fidesz i Llei i Justícia no són uns nouvinguts (el primer va ser creat el 1988 i el segon, el 2001), però s'han orientat des de posicions conservadores tradicionals cap a posicions més heterodoxes per eixamplar la base de suports.

Cal destacar que, ara com ara, els mercats financers no han penalitzat els països de l'Europa emergent de forma severa: els *spreads* dels bons sobirans dels països de l'Europa emergent a llarg termini s'han mantingut en nivells continguts en relació amb el bo alemany, malgrat alguns repunts puntuals a Hongria. En aquest país, els mercats financers han estat força benèvols i han comprat aquesta visió pragmàtica. Així, per exemple, el deute públic hongarès en mans d'estrangers va créixer de forma significativa entre el 2010 i el 2014, malgrat que el percentatge ha disminuït en aquests últims anys. Les polítiques fiscals responsables i la reducció del dèficit duta a ter-

Risc sobirà: spread *del bo sobirà a 10 anys en relació amb el bo alemany*

(p. p.)



Deute a llarg termini del Govern hongarès en mans d'estrangers

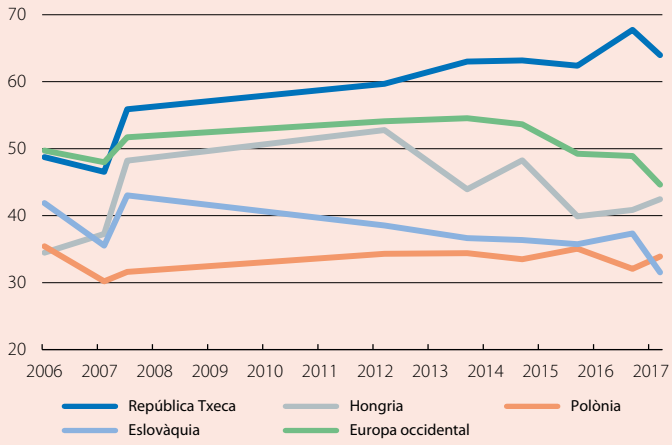
(% del deute total)

Nota: *El deute a llarg termini és el que té un període de venciment superior a un any.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Agència de Gestió del Deute Governamental d'Hongria (AKK) i de l'OCDE.*

1. Més de 500.000 hipoteques denominades en moneda estrangera, la majoria en francs suïssos, van ser contretes per ciutadans polonesos abans del 2008. El pla inicial comportava la conversió forçosa dels préstecs en moneda forana a zlotys mitjançant un tipus de canvi històric i l'absorció de les pèrdues resultants per part dels bancs.

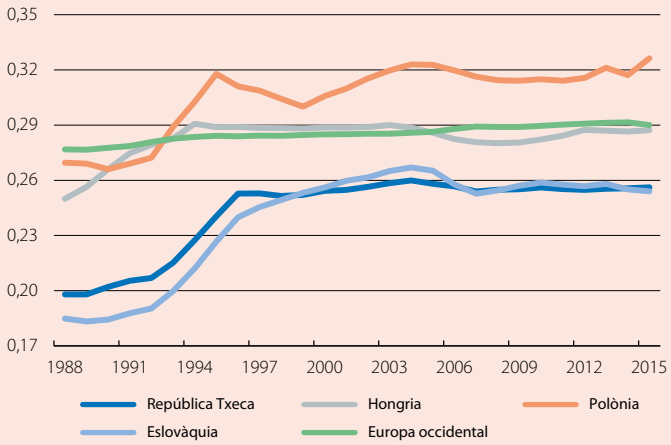
Ciutadans desafectes amb la UE

(%)



Desigualtat econòmica

*Índex de Gini **



Nota: ** L'índex de Gini adopta valors entre 0 (màxima igualtat) i 1 (màxima desigualtat).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'Eurobaròmetre i de The Standardised World Income Database.*

me per l'Executiu d'Orbán durant aquests anys segur que han propiciat que el país hagi tingut un bon accés als mercats financers malgrat les diverses topades amb l'FMI i la UE. A Polònia, l'escenari sembla una mica més preocupant, encara que és aviat per emetre un diagnòstic precís després, només, de dos anys de govern de Llei i Justícia. Un dels principals focus d'atenció dels mercats és l'impacte que tindran sobre les finances públiques les polítiques fiscals expansives que s'estan emprenent, ja que es tem que puguin generar un augment excessiu del dèficit. S&P ha recollit aquestes preocupacions i ha rebaixat la qualificació del deute sobirà d'A– a BBB+.

Però quines causes expliquen el suport als partits no convencionals?[2] Utilitzant les dades de l'enquesta European Social Survey de les onades del 2012, del 2014 i del 2016 a Polònia, a Hongria i a la República Txeca, observem que el 47,6% de la variància explicada del vot cap a aquests partits es relaciona amb qüestions culturals i demogràfiques; el 21,3%, amb indicadors de confiança en les institucions, i el 18,2%, amb motius econòmics. Factors com el sentiment religiós, l'edat i la preocupació per la desigualtat són claus per als votants d'aquests partits. De fet, l'augment de la desigualtat en aquests països des del desmembrament de la URSS pot haver creat un sentiment favorable per a les perspectives electorals d'aquests partits, que primen les mesures de protecció econòmica i social en la seva oferta electoral. En canvi, no sembla que Europa sigui un factor preponderant: només un pírric 3% de la variància explicada del vot a aquests partits s'explica per la preocupació sobre la UE, i, a més a més, el grau d'identificació amb la UE és superior a Polònia i a Hongria que en la mitjana de l'Europa occidental. Així i tot, la importància que confereixen aquestes societats als factors culturals ha generat un significatiu grau d'oposició a la política migratòria comuna. Això podria provocar la mutació de l'actual pragmatisme cap a posicions més bel·ligerants si aquests països veuen amenaçada la seva identitat cultural arran de noves pressions migratòries que no es gestionin de forma encertada per part de la UE.

Finalment, cal fer un petit repàs a les relacions geopolítiques de l'Europa de l'Est i al complicat joc d'equilibris que ha de fer la regió. En aquest sentit, els governs de Polònia i d'Hongria són conscients que, malgrat el significatiu nivell d'europeïsme de les seves societats, hi ha temes com la unió monetària o l'esmentada política migratòria que susciten una oposició considerable entre la ciutadania.[3] Aquests governs han aprofitat aquesta circumstància per adoptar posicions euroescèptiques sobre aquests temes per reforçar-se internament i per guanyar més suports. Precisament, l'oposició a les quotes de refugiats en aquests països pot permetre un reforçament de l'Eix de Visegrad, l'aliança regional formada per Hongria, la República Txeca, Polònia i Eslovàquia. Finalment, és difícil que es produeixi un acostament a Rússia que vagi gaire més allà dels interessos estratègics, ja que les cicatrius que va deixar la URSS són massa recents. L'enfocament d'Orbán encarna, de nou, aquesta línia pragmàtica: la cooperació amb Rússia s'ha centrat en temes estratègics, com el sector energètic (l'Europa emergent té una gran dependència energètica de Rússia) o les relacions comercials, però no s'ha intensificat en temes que revesteixen un caire més polític o territorial.[4]

En suma, les transformacions polítiques a l'Europa emergent han estat molt profundes, però el risc polític es continua situant en cotes moderades. En aquest sentit, convé no perdre la perspectiva: fent un símil meteorològic, indubtablement hi ha hagut algunes ratxes fortes de vent, però no hem patit el temut vendaval populista que alguns anunciaven. No obstant això, la importància que atorguen aquestes societats als factors culturals i demogràfics podria provocar en els seus governants temptacions d'apujar el to i d'abandonar el pragmatisme, la qual cosa generaria friccions més intenses al si de la UE. Confiem, però, que prevalguin el seny i la *finezza*.

Javier Garcia-Arenas
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

2. Incloem altres partits com Jobbik (Hongria) i Llibertat i Democràcia Directa (República Txeca).
3. Segons l'Eurobaròmetre del novembre del 2017, el 57% dels polonesos estan en contra de la Unió Monetària i Econòmica i el 43% s'oposen a una política comuna migratòria.
4. Vegeu Buzogány, A. (2017), «Illiberal democracy in Hungary: authoritarian diffusion or domestic causation?», Democratization.

Europa emergent: creixement amb menys riscos

Des del 2014, els països de l'Europa emergent[1] han encadenat diversos anys de creixement sòlid, amb un ritme d'avanç del PIB per damunt del 3% anual de mitjana. Per al 2018, les perspectives continuen sent molt positives: el consens d'analistes i les principals institucions internacionals preveuen que el creixement a la regió continuarà sent robust. En aquest context, i atès que en cicles expansius anteriors, en especial en el període previ a la crisi financera global, el creixement de la regió va anar acompanyat d'una acumulació de desequilibris macroeconòmics, com un fort augment de l'endeutament privat o un deteriorament important de la posició exterior, cal preguntar-se si s'estan tornant a generar vulnerabilitats. Per respondre aquesta qüestió, revisem l'evolució recent dels principals desequilibris de naturalesa macrofinancera presents a la regió el 2008.

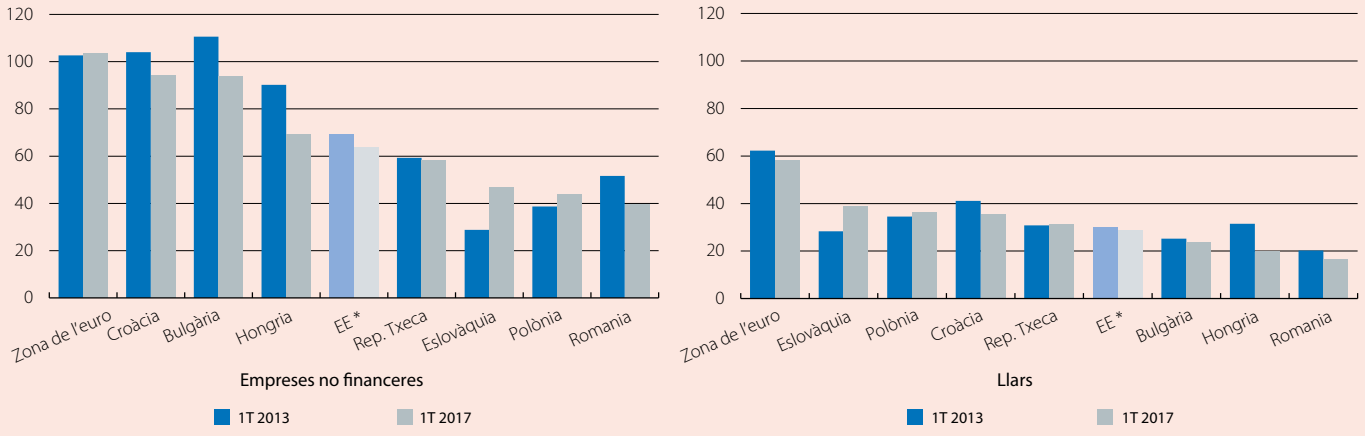
En primer lloc, cal apuntar que el creixement econòmic d'aquests últims anys no s'ha basat en un augment de l'endeutament privat. Tot el contrari, les ràtios de palanquejament del sector privat a la majoria de països de la regió han disminuït. Com ho mostra el primer gràfic, el deute empresarial s'ha reduït en 5,4 p. p. de mitjana fins al 63,7% del PIB el 2017, mentre que el deute de les llars s'ha reduït en 1,2 p. p. de mitjana fins al 29,0% del PIB, uns nivells molt inferiors a la mitjana de la zona de l'euro[2] i al llindar fixat per la Comissió Europea en el Procediment de Desequilibris Macroeconòmics (PDM).[3] No obstant això, el deute privat continua sent relativament elevat a Croàcia (prop del 130% del PIB) i a Bulgària (el 117% del PIB) i ha augmentat de manera substancial a Eslovàquia,[4] tot i que des de nivells relativament baixos.

Així mateix, el crèdit bancari, tant l'empresarial com el de les llars, s'ha començat a recuperar i, en general, avança a un ritme moderat, per sota del creixement nominal del PIB. A més a més, el crèdit està cada vegada més denominat en moneda local, a diferència del període anterior a la crisi financera, quan una part important estava denominat en moneda estrangera. En concret, els préstecs a les llars denominats en moneda local representen gairebé el 82% del total, enfront del 61% del 2013, mentre que els préstecs a les empreses no financeres denominats en moneda local han augmentat lleugerament, fins al 63% del total (el 57% el 2013). No obstant això, hi ha alguns països que presenten dinàmiques que cal monitoritzar. A Eslovàquia i a la República Txeca, per exemple, el ritme de creixement del crèdit és més intens, amb avanços del 10% interanual. D'altra banda, a Croàcia, a Polònia i a Romania, una part important del crèdit continua denominat en moneda estrangera, la qual cosa els fa vulnerables a depreciacions de la seva moneda.

En segon lloc, la posició exterior d'aquests països, que era una font important de vulnerabilitat abans de la crisi financera global, ha millorat de forma significativa en els últims anys, i la regió està en millors condicions per afrontar canvis en les condicions financeres globals. En concret, en els quatre últims anys, la posició d'inversió internacional neta (PIIN) ha millorat en 18,1 p. p. i s'ha situat al voltant del –53,2% del PIB el 2017, tot i que es manté per damunt del llindar de vulnerabilitat de la Comissió Europea

Europa emergent: deute privat brut

(% del PIB)



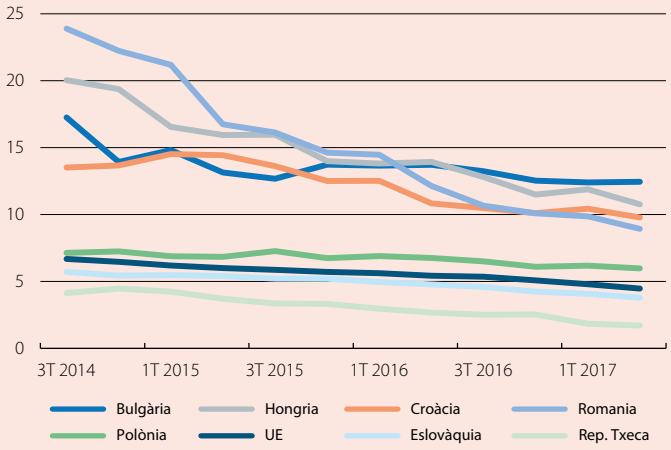
Nota: ** EE fa referència a la mitjana de països de l'Europa emergent analitzats (Croàcia, Bulgària, Hongria, la República Txeca, Eslovàquia, Polònia i Romania).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.*

1. Bulgària, Eslovàquia, Hongria, Polònia, la República Txeca i Romania.
2. Del 161,2% del PIB en total (empreses i llars), segons les dades d'Eurostat per al 1T 2017.
3. Del 133% del PIB per al total de deute privat.
4. En 28,7 p. p. de PIB entre el 1T 2013 i el 1T 2017.
5. Les obligacions externes representen, de mitjana, al voltant del 100% del PIB.
6. IMF (2017), «Regional Economic Issues: Central, Eastern and Southeastern Europe».

(el –35% del PIB). A més a més, la composició de les obligacions externes d'aquests països[5] és un factor atenuant, atès que la major part d'aquestes obligacions són degudes a inversió directa i a préstecs entre empreses, que, per regla general, són més estables.[6] Així mateix, els saldos de la balança per compte corrent han millorat de manera considerable. De fet, la majoria de països han corregit els elevats dèficits corrents, que, de mitjana, van assolir el 9,7% del PIB el 2007, per superàvits, la qual cosa afavoreix la millora de la posició deutora si són sostinguts en el temps. Finalment, les reserves internacionals, un dels amortidors davant les crisis externes, se situen dins els nivells considerats segurs per l'FMI.

Europa emergent: taxa de morositat

Préstecs dubtosos (% del crèdit total)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'EBA Quarterly Dashboard.*

Per la seva banda, el sector bancari es troba en una posició més sòlida per continuar donant suport al creixement de la regió. En general, el sector gaudeix d'uns nivells de capitalització elevats, amb unes ràtios de capital CET1 *fully loaded* superiors a la mitjana europea (el 14,0%), i d'unes taxes de cobertura[7] que se situen en nivells de confort, per damunt del 60% de mitjana. A més a més, els nivells de rendibilitat són relativament elevats (el ROE mitjà és del 13%, comparat amb el 7,0% a la UE), malgrat que s'han vist afectats per factors que influeixen en el conjunt de la banca europea, com l'entorn de tipus d'interès baixos i l'augment de la pressió reguladora.

Així mateix, en els últims anys, s'han fet esforços per avançar en el sanejament dels balanços dels bancs. Gràcies a la venda de carteres de préstecs dubtosos, a la conversió de crèdits denominats en moneda estrangera (amb més probabilitat d'impagament) a moneda local i a un context econòmic més positiu, la qualitat dels actius ha millorat de manera considerable. En particular, la taxa de morositat mitjana s'ha reduït del 13,1% de l'*stock* de crèdit el 2014 al 7,6% el 2017, tot i que, en alguns països, com Bulgària o Hongria, la cartera de préstecs dubtosos continua sent elevada (vegeu el segon gràfic). En aquest sentit, un informe recent de la Vienna Initiative[8] constata que, en alguns països, encara hi ha elements que dificulten la resolució i la venda d'aquest tipus de préstecs i que les millores en el marc regulador, com l'agilitació dels procediments concursals i d'adjudicació d'actius, podrien contribuir a aprofundir el mercat secundari d'actius dubtosos.

No obstant això, persisteixen alguns focus de vulnerabilitat. En els últims anys, polítiques com la introducció de taxes sobre actius bancaris a Hongria i a Polònia i els programes de conversió forçosa d'hipoteques denominades en francs suïssos a Hongria i a Croàcia[9] han incidit amb força sobre el sector bancari, han erosionat la rendibilitat i han afectat negativament l'activitat creditícia. Malgrat que una part d'aquest risc ha disminuït recentment,[10] la dimensió política genera encara interrogants en alguns països. Per exemple, a Polònia, encara cal concretar la forma que adoptarà el pla de conversió d'hipoteques denominades en moneda estrangera a zlotys. Malgrat que sembla que les propostes inicials, que comportaven importants costos per a la banca, han estat rebutjades, la incertesa continua sent elevada. D'altra banda, a Hongria, a Romania i a Polònia, la correlació entre risc sobirà i risc bancari és cada vegada més gran, atès que les tinences de deute públic per part dels bancs domèstics han augmentat i se situen per damunt del 15% del total d'actius bancaris.

En definitiva, la millora del quadre macroeconòmic a la regió ha anat acompanyada d'una reducció dels desequilibris macrofinancers, tot i que persisteixen alguns focus de vulnerabilitat que cal monitoritzar.

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

7. Provisions sobre el total d'actius dubtosos.
8. Iniciativa público-privada creada el 2009 que busca salvaguardar l'estabilitat financera dels països de l'Europa emergent.
9. Durant el període previ a la crisi, molts consumidors de la regió, atrets pels baixos tipus d'interès a Suïssa en relació amb els seus països d'origen, van contractar préstecs denominats en francs suïssos. No obstant això, amb la crisi financera global i, amb posterioritat, amb l'abandonament per part del Banc Nacional de Suïssa del tipus de canvi fix amb l'euro, el franc suís es va apreciar de forma considerable en relació amb les monedes d'aquests països i els costos de servir el deute van augmentar de manera substancial.
10. A Hongria, el Govern va signar, el 2015, un acord amb el Banc Europeu de Reconstrucció i Desenvolupament (ERBD, per les seves sigles en anglès) en què es comprometia, entre d'altres resolucions, a promoure un marc estable i predictible per fomentar l'estabilitat macroeconòmica, a reduir de forma gradual la taxa bancària i a implementar mesures per reduir la cartera de préstecs dubtosos. A Romania, ara com ara, els riscos han disminuït, gràcies a les sentències del Tribunal Constitucional en contra de la llei de conversió d'hipoteques denominades en francs suïssos i d'una part de la llei de reemborsament del deute (que permetia que l'hipotecat, en cedir l'actiu hipotecat al banc, es desfés dels seus deutes sense penalització).

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

¿Qué hay detrás de la desaceleración del comercio internacional ocurrida tras la crisis financiera?
Clàudia Canals, 11/2017

La calidad del empleo en España
Judit Montoriol-Garriga, 11/2017

Nota Metodológica del Índice CaixaBank para la Internacionalización Empresarial (ICIE 2017)
Clàudia Canals i Josep Mestres, 10/2017

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

El proceso de desapalancamiento externo de la economía española: un largo camino por recorrer
Judit Montoriol-Garriga, 12/2016

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

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
30 de setembre de 2017

	MILIONS €
Recursos de clients	350.014
Crèdit a la clientela, brut	225.166
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	1.488
Capitalització borsària	25.346

Clients (milions)	15,8
Empleats	37.304
Oficines	5.397
Oficines a Espanya	4.697
Terminals d'autoservei a Espanya	9.403

OBRA SOCIAL DE LA FUNDACIÓ BANCÀRIA "la Caixa": PRESSUPOST 2018

	MILIONS €
Social	307,5
Investigació i formació d'excel·lència	91,1
Divulgació, cultura i coneixement	121,4
TOTAL PRESSUPOST	**520**

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* és una publicació de CaixaBank Research, que conté informacions i opinions procedents de fonts que considerem fiables. Aquest document té un propòsit merament informatiu, per la qual cosa CaixaBank no es responsabilitza en cap cas de l'ús que se'n pugui fer. Les opinions i les estimacions són pròpies de CaixaBank Research i poden estar subjectes a canvis sense notificació prèvia.

© CaixaBank, S.A., 2018

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