IM03

INFORME MENSUAL
NÚMERO 421 | MARÇ 2018

ENTORN ECONÒMIC I FINANCER

MERCATS FINANCERS
La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària

ECONOMIA INTERNACIONAL
Incertesa geopolítica i economia: deep impact*?*

UNIÓ EUROPEA
Sector immobiliari portuguès: un mercat, molts matisos

ECONOMIA ESPANYOLA
Compravenda d'habitatge el 2018: què ens diu Google?

DOSSIER: IGUALTAT D'OPORTUNITATS I MOBILITAT SOCIAL

Mobilitat social: cap a dalt o cap a baix?

El somni americà de Jay Gatsby: entre la desigualtat i la mobilitat social

Igualtat d'oportunitats: anivellar el terreny de joc per a tothom

Mesures per afavorir la igualtat d'oportunitats

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Març 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:
28 de febrer de 2018

Enric Fernández
Director Corporatiu de Planificació Estratègica i Estudis

Oriol Aspachs
Director de Macroeconomia i Mercats Financers

Estel Martín
Directora d'Estratègia Bancària

ÍNDEX

1 EDITORIAL

3 RESUM EXECUTIU

4 PREVISIONS

6 MERCATS FINANCERS

9 *La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Incertesa geopolítica i economia:* deep impact*?*

17 *Perspectives econòmiques de Rússia:* politics (not business) as usual

19 UNIÓ EUROPEA

22 *Sector immobiliari portuguès: un mercat, molts matisos*

23 *El salari mínim a la UE, més enllà de la polèmica*

25 ECONOMIA ESPANYOLA

28 *Compravenda d'habitatge el 2018: què ens diu Google?*

29 *Polítiques actives d'ocupació: avaluació per resultats*

32 DOSSIER: IGUALTAT D'OPORTUNITATS I MOBILITAT SOCIAL

32 *Mobilitat social: cap a dalt o cap a baix?*
Josep Mestres Domènech

34 *El somni americà de Jay Gatsby: entre la desigualtat i la mobilitat social*
Marta Guasch Rusiñol i Adrià Morron Salmeron

36 *Igualtat d'oportunitats: anivellar el terreny de joc per a tothom*
Mar Domènech i Àlex Ruiz

38 *Mesures per afavorir la igualtat d'oportunitats*
Clàudia Canals i Cristina Farràs

Igualtat d'oportunitats i mobilitat social

La ciutat de Florència té registres detallats de la renda de les famílies que l'habitaven a mitjan segle XV. Gràcies a aquests registres, sabem que la família Bernardi se situava en el centil 90 de la distribució de renda, molt per damunt dels Grasso, situats en el centil 10. Un estudi de dos economistes del Banc d'Itàlia estima que, sis segles i 20 generacions després, les diferències de renda entre els descendents de les dues famílies encara són estadísticament significatives (tot i que molt menors).

L'experiència de Florència potser no és representativa (de fet, Itàlia és un dels països amb menys mobilitat social de l'OCDE), però il·lustra la capacitat de transmissió dels nivells de renda entre generacions successives.

Aquesta persistència és, bàsicament, el resultat de les diferències en oportunitats entre els descendents de famílies de diferent nivell socioeconòmic. Certes habilitats es poden transmetre de pares a fills (per exemple, mitjançant els gens). Les famílies amb més recursos també tendeixen a invertir més en el capital humà dels seus fills. O els pares amb valors i amb actituds, com l'esforç i el sacrifici, que els han ajudat a avançar en la seva posició econòmica, es preocupen d'inculcar als seus fills aquests mateixos principis. En algunes societats, també poden existir costums o institucions que protegeixen certs privilegis al llarg de diferents generacions (qui sap, potser els Bernardi tenien una professió protegida de la competència que es podia transmetre de pares a fills).

Les societats liberals obertes, però, valoren la mobilitat social i tendeixen a promoure-la mitjançant un cert anivellament de les oportunitats (dic anivellament, perquè la igualtat d'oportunitats és una quimera). Hi ha bones raons per fer-ho: els «desavantatges heretats» tenen un punt d'injustícia, i alleujar-los contribueix a reforçar la nostra concepció de justícia social; una major mobilitat social estimula l'ambició i l'esforç i promou la cohesió social –l'absència de mobilitat pot fomentar la creació de castes receloses entre si–, i la societat aprofita molt millor el talent disponible –molt d'això es pot trobar en joves d'entorns més desfavorits–. Es tracta d'una qüestió de justícia, però també d'eficiència.

Hi ha pocs dubtes que la millor manera d'igualar les oportunitats és garantir l'accés a una formació educativa de qualitat. I la responsabilitat és de tots. Del sector públic, per descomptat, però també de la societat civil i de les comunitats educatives. En aquest sentit, tres meravelloses iniciatives són exemples propers d'esforços per promoure la igualtat d'oportunitats i la mobilitat social: Caixa Proinfància, un dels principals programes de l'Obra Social de "la Caixa", que afavoreix el desenvolupament de les competències dels nens i dels adolescents de famílies de tot Espanya en situació de pobresa i d'exclusió social; ProFuturo, una aliança també de l'Obra Social "la Caixa" amb la Fundació Telefònica, que proporciona una educació digital a nens i a nenes d'entorns vulnerables de l'Àfrica, d'Àsia i de l'Amèrica Llatina, i el cas de l'escola Joaquim Ruyra, de l'Hospitalet de Llobregat, que, amb més del 90% d'alumnes d'origen immigrant, aconsegueix resultats acadèmics comparables als d'una escola d'elit. Les paraules que pronunciava la directora del centre sobre els seus estudiants ho diuen tot: «No volem que la vida triï per ells».

Enric Fernández
Economista en cap
28 de febrer de 2018

CRONOLOGIA

FEBRER 2018

5 Jerome Powell assumeix la presidència de la Reserva Federal dels EUA en substitució de Janet Yellen.

GENER 2018

19 L'agència de qualificació Fitch millora la nota creditícia d'Espanya, de BBB+ a A–.
31 L'Autoritat Bancària Europea (EBA) posa en marxa el test d'estrès de la banca europea per al període 2018-2020.

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%.
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.

AGENDA

MARÇ 2018

1 Comptabilitat nacional trimestral (4T).
2 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (febrer).
8 Consell de Govern del Banc Central Europeu.
9 Índex de producció industrial (gener).
16 Enquesta trimestral de cost laboral (4T).
19 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (4T).
20-21 Comitè de Mercat Obert de la Fed.
21 Comerç exterior (gener).
22 Consell Europeu.
26 Balança de pagaments (4T).
Posició d'inversió internacional neta (4T).
27 Avanç de l'IPC (març).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (març).
28 Balança de pagaments (gener).
Taxa d'estalvi de les llars (4T).

ABRIL 2018

3 Afiliació a la Seguretat Social i atur registrat (març).
6 Índex de producció industrial (febrer).
16 Comptes financers (4T).
18 Crèdits, dipòsits i taxa de morositat (gener i febrer).
20 Comerç exterior (febrer).
26 Execució pressupostària de l'Estat (març).
Consell de Govern del Banc Central Europeu.
Enquesta de població activa (1T).
27 Avanç del PIB (1T).
Avanç de l'IPC (abril).
Índex de sentiment econòmic de la zona de l'euro (abril).
PIB dels EUA (1T).
30 Balança de pagaments (febrer).

Els mercats prenen el protagonisme

Els mercats s'agiten. Entre el final de gener i l'inici de febrer, es va produir un període d'inestabilitat financera remarcable, durant el qual la volatilitat va repuntar amb força i els principals índexs borsaris van arribar a acumular pèrdues properes al 10%. Aquest episodi va ser degut, sobretot, a les sorpreses a l'alça de la inflació i del creixement dels salaris als EUA, que van propiciar un repunt dels tipus d'interès a llarg termini i una revisió de les expectatives sobre la velocitat a la qual la Reserva Federal dels EUA (Fed) apujarà els tipus d'interès. Cal prendre bona nota de les lliçons que ens ofereix aquest episodi. L'economia nord-americana es troba en una fase molt madura del cicle econòmic, de manera que és probable que les pressions sobre la inflació i els salaris es mantinguin a l'alça. Si aquest procés és gradual, la Fed podrà normalitzar les condicions monetàries seguint el guió previst. Però la probabilitat que es tornin a produir sorpreses a l'alça no és menor, i això podria tornar a generar nous episodis de volatilitat i de correccions borsàries. De fet, els temors que això succeeixi han augmentat arran de les diferents mesures fiscals expansives que l'Administració Trump ha anat prenent. En l'últim mes, s'ha aprovat un augment substancial de la despesa pública, que, a més de tenir un impacte notable sobre el dèficit públic nord-americà, molt probablement també afegirà una certa pressió sobre la inflació.

Però no perdem l'optimisme: l'activitat global prem l'accelerador. Les dades de creixement a nivell mundial del 4T 2017 i els diferents indicadors d'activitat del 2018 han estat molt positius. Un bon exemple d'això és l'índex de sentiment empresarial (PMI), que, al gener, va assolir el millor registre des del març del 2011. Així mateix, cal destacar que el dinamisme és generalitzat i s'observa tant a les economies avançades com a les emergents. A més a més, tot fa pensar que el bon ritme de creixement es mantindrà en els propers trimestres, la qual cosa permetrà que es tanqui l'any amb xifres de creixement superiors a les del 2017. En concret, esperem que el ritme d'avanç del PIB global s'acceleri des del 3,7% registrat el 2017 fins a un remarcable 3,9% enguany, una xifra que se situa lleugerament per damunt del ritme de creixement mitjà de les últimes dècades.

Europa confirma el seu moment dolç. Els indicadors macro del final del 2017 i del començament del 2018 certifiquen el bon moment cíclic de la zona de l'euro. La forta embranzida de l'economia global, el manteniment d'una política monetària acomodatícia per part del BCE i el clima de confiança que afavoreix la creació d'ocupació són els principals artífexs del *momentum* europeu. Arran d'aquesta situació, hem revisat a l'alça les previsions de creixement de la zona de l'euro en 0,3 p. p. tant el 2018 com el 2019, fins al 2,5% i el 2,0%, respectivament. Destaquen, en especial, les últimes dades de creixement a Alemanya i a França. Al país germànic, queda clar que l'*impasse* polític d'aquests últims mesos no ha frenat la vitalitat de l'economia. Ara tots els focus es desplacen a Itàlia, que, després de les eleccions generals del 4 de març, haurà d'intentar formar un Govern estable que doni resposta als problemes estructurals que continua patint la seva economia.

Espanya i Portugal comparteixen perspectives favorables per al 2018. Els dos països es veuen molt beneficiats pel bon moment que travessa l'economia mundial en general i la zona de l'euro en particular. A Espanya, després de la bona dada de creixement del 4T 2017, i tenint en compte diverses dades positives en diferents àmbits i sectors (dinamisme del mercat laboral, consolidació del cicle alcista immobiliari i vigor de l'activitat creditícia i del turisme), contemplem un creixement del PIB per al conjunt de 2018 del 2,8%, una xifra clarament superior a la mitjana de les economies avançades. Un element molt destacable d'aquest cicle expansiu és el seu caràcter més equilibrat, amb aportacions al creixement molt notables tant pel costat de la demanda interna com de l'externa. Portugal, per la seva banda, també ofereix unes perspectives favorables. L'economia lusitana va mantenir un ritme sòlid de creixement en el 4T 2017 (el 2,4% interanual), que va situar el còmput per al conjunt del 2017 en el 2,7%, la taxa de creixement més alta dels 17 últims anys. Per als propers anys, les perspectives també són encoratjadores, amb un creixement previst del 2,4% el 2018 i del 2,3% el 2019.

PREVISIONS

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

Economia internacional

	2016	2017	2018	2019	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
CREIXEMENT DEL PIB										
Mundial	3,2	3,7	3,9	3,8	3,9	3,8	4,0	3,9	3,8	3,9
Països desenvolupats	*1,7*	*2,3*	*2,4*	*2,1*	*2,5*	*2,4*	*2,5*	*2,4*	*2,3*	*2,3*
Estats Units	1,5	2,3	2,7	2,2	2,3	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6
Zona de l'euro	1,8	2,5	2,5	2,0	2,8	2,7	2,7	2,6	2,4	2,3
Alemanya	1,9	2,5	2,5	2,1	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3
França	1,1	1,9	2,3	2,0	2,3	2,4	2,4	2,3	2,3	2,2
Itàlia	1,1	1,5	1,5	1,2	1,7	1,6	1,4	1,5	1,4	1,5
Portugal	1,6	2,7	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Espanya	3,3	3,1	2,8	2,4	3,1	3,1	3,0	2,8	2,7	2,6
Japó	0,9	1,6	1,3	1,0	1,9	1,6	1,5	1,2	0,9	1,2
Regne Unit	1,9	1,7	1,6	1,8	1,8	1,4	1,5	1,7	1,5	1,5
Països emergents	*4,3*	*4,7*	*4,9*	*5,0*	*4,8*	*4,7*	*5,0*	*4,9*	*4,9*	*4,9*
Xina	6,7	6,9	6,5	6,3	6,8	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4
Índia	7,9	6,4	7,3	7,5	6,5	7,2	7,0	7,2	7,4	7,5
Indonèsia	5,0	5,1	5,5	5,6	5,1	5,2	5,5	5,5	5,5	5,6
Brasil	–3,5	0,9	2,3	2,7	1,4	2,0	2,0	2,3	2,5	2,7
Mèxic	2,9	2,1	2,2	2,4	1,5	1,8	1,9	2,2	2,3	2,4
Xile	1,6	1,4	2,6	3,0	2,2	2,2	2,5	2,6	2,6	2,6
Rússia	–0,3	1,7	1,8	2,1	1,8	1,9	1,9	1,8	1,6	1,8
Turquia	3,2	6,5	3,7	3,6	11,1	4,4	4,5	4,0	3,3	3,2
Polònia	2,9	4,6	3,6	2,9	5,2	4,3	4,0	3,9	3,3	3,0
Sud-àfrica	0,4	0,9	1,2	1,3	1,0	1,3	1,7	1,3	1,0	1,0
INFLACIÓ										
Mundial	2,8	3,1	3,3	3,2	3,0	3,2	3,3	3,4	3,4	3,2
Països desenvolupats	*0,8*	*1,7*	*2,1*	*1,9*	*1,6*	*1,7*	*2,0*	*2,0*	*2,0*	*1,9*
Estats Units	1,3	2,1	2,6	2,1	2,0	2,1	2,3	2,8	2,8	2,4
Zona de l'euro	0,2	1,5	1,4	1,8	1,5	1,4	1,3	1,4	1,5	1,6
Alemanya	0,4	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,3	1,5	1,6	1,7
França	0,3	1,2	1,3	1,8	0,9	1,2	1,3	1,2	1,4	1,5
Itàlia	0,0	1,3	1,2	1,6	1,3	1,1	1,0	1,2	1,2	1,4
Portugal	0,6	1,6	1,5	1,6	1,3	1,8	1,3	1,3	1,6	1,8
Espanya	–0,2	2,0	1,5	1,9	1,7	1,4	1,1	1,5	1,9	1,7
Japó	–0,1	0,5	1,2	0,9	0,6	0,6	1,4	1,2	1,4	1,0
Regne Unit	0,7	2,7	2,6	2,3	2,8	3,0	2,9	2,7	2,5	2,5
Països emergents	*4,3*	*4,1*	*4,4*	*4,3*	*3,8*	*4,1*	*4,4*	*4,5*	*4,5*	*4,2*
Xina	2,0	1,6	2,1	2,3	1,6	1,8	2,2	2,4	2,2	1,4
Índia	4,9	3,3	4,7	4,9	3,0	4,6	4,8	4,6	5,0	4,4
Indonèsia	3,5	3,8	4,2	4,6	3,8	3,5	3,6	4,0	4,5	4,7
Brasil	8,8	3,5	3,8	4,3	2,6	2,8	3,3	3,9	4,0	4,0
Mèxic	2,8	6,0	4,0	3,6	6,5	6,6	4,9	3,8	3,8	3,6
Xile	3,8	2,2	2,4	2,8	1,7	2,0	2,6	2,5	2,2	2,4
Rússia	7,1	3,7	3,6	4,0	3,4	2,6	2,9	3,2	4,0	4,2
Turquia	7,8	11,1	9,7	9,0	10,6	12,3	10,3	10,3	9,5	8,5
Polònia	–0,2	1,6	2,2	2,5	1,5	1,8	1,9	2,3	2,3	2,3
Sud-àfrica	6,3	5,3	5,1	5,4	4,8	4,7	4,2	4,6	5,4	6,1

Previsions

Economia espanyola

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

Mercats financers

TIPUS D'INTERÈS										
Dòlar										
Fed funds	0,51	1,10	1,96	2,67	1,25	1,30	1,58	1,83	2,08	2,33
Líbor 3 mesos	0,74	1,26	2,21	2,92	1,32	1,47	1,84	2,09	2,33	2,57
Líbor 12 mesos	1,37	1,79	2,54	3,00	1,73	1,92	2,31	2,48	2,62	2,75
Deute públic a 2 anys	0,84	1,39	2,51	3,20	1,36	1,69	2,14	2,40	2,63	2,87
Deute públic a 10 anys	1,84	2,33	3,07	3,57	2,24	2,38	2,79	3,02	3,16	3,30
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	–0,16	–0,19	–0,19	–0,19	–0,18	–0,14
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,58	–0,75	–0,48	0,06	–0,72	–0,74	–0,59	–0,51	–0,44	–0,37
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,10	0,36	0,78	1,44	0,42	0,38	0,63	0,75	0,84	0,92
TIPUS DE CANVI										
$/€	1,11	1,13	1,20	1,22	1,17	1,18	1,21	1,19	1,20	1,21
¥/€	120,30	126,64	133,93	138,06	130,38	132,92	134,15	132,83	133,68	135,06
£/€	0,82	0,88	0,88	0,87	0,90	0,89	0,88	0,88	0,88	0,88
PETROLI										
Brent ($/barril)	45,04	54,83	62,88	63,75	52,18	61,54	65,53	62,00	62,00	62,00
Brent (€/barril)	40,73	48,62	52,47	52,29	44,84	51,95	54,46	51,92	51,96	51,52

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

Previsions

CONJUNTURA · Repunt de la volatilitat als mercats financers

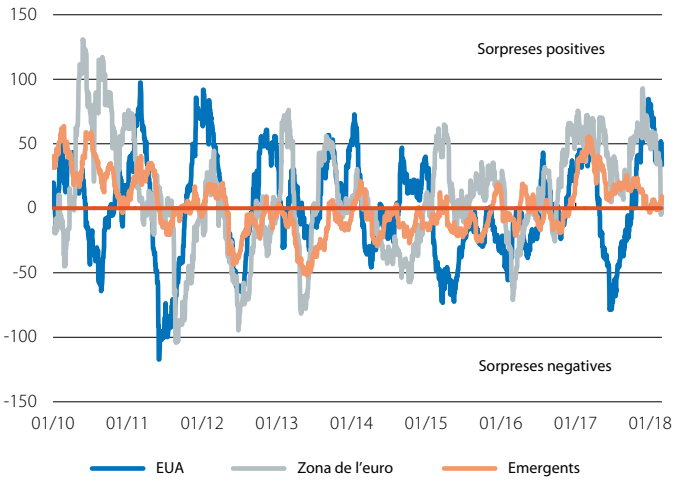
La volatilitat financera torna a escena al febrer. Mentre que, al gener, els inversors es van basar en unes perspectives de creixement positives per alimentar el repunt dels tipus d'interès sobirans de les economies avançades i l'exuberància de les borses, al febrer, el repunt dels tipus d'interès només va tenir continuïtat als EUA, amb un nou augment proper als +20 p. b. en el tipus sobirà a 10 anys, conseqüència d'un nou ascens dels temors inflacionistes a l'economia nord-americana. A més a més, aquest moviment, reflex d'una major confiança per part dels inversors en l'enduriment de la política monetària de la Fed, va comportar una correcció de la borsa nord-americana que, en les dues primeres setmanes de febrer, es va estendre virtualment a tots els índexs borsaris internacionals i es va tancar amb pèrdues acumulades properes al 10%. Després d'aquest episodi de volatilitat, les borses es van començar a recuperar de manera generalitzada en la segona meitat del mes, tant a les economies avançades com a les emergents, però van romandre en nivells inferiors als de tancament del gener i, fins i tot, de l'inici de l'any. No obstant això, l'episodi es va limitar, en gran part, a les borses, i, a la resta de mercats financers, no es van observar repercussions tan grans com en altres correccions borsàries anteriors.

Les correccions borsàries il·luminen alguns factors de risc latents. L'entorn de volatilitat extraordinàriament baixa en què s'han mogut els mercats financers en els últims anys es basa en un escenari que combina unes bones perspectives de creixement amb una inflació continguda. Aquest és l'aspecte clau perquè el procés de normalització de la política monetària es pugui dur a terme de manera gradual. No obstant això, aquest entorn pot ser procliu a generar excessos de complaença i sobrevaloracions dels actius financers, de manera que, com ens han recordat les correccions borsàries del començament de febrer, les sorpreses a l'alça de la inflació i els canvis d'expectatives sobre la política monetària de la Fed poden provocar nous reajustaments sobtats de les carteres d'inversió i més episodis d'inestabilitat financera. A més a més, cal no oblidar l'existència latent de conflictes geopolítics internacionals, que representen una font important de risc davant la qual els mercats financers ja es van mostrar sensibles en el passat.

Les pèrdues van aparèixer als principals parquets internacionals durant la primera meitat del mes. Després d'un inici d'any amb guanys molt significatius, les pèrdues es van imposar de manera generalitzada a les principals borses internacionals a partir de l'última setmana de gener i van tenir continuïtat durant els 10 primers dies de febrer. Les correccions, que van començar als EUA amb la publicació de dades d'inflació i de creixement salarial per damunt del que esperaven els inversors, es van estendre ràpidament a la resta de borses internacionals, tant avançades com emergents, i van culminar amb unes pèrdues acumulades al voltant del –10%. En particular,

Índex de sorpreses econòmiques

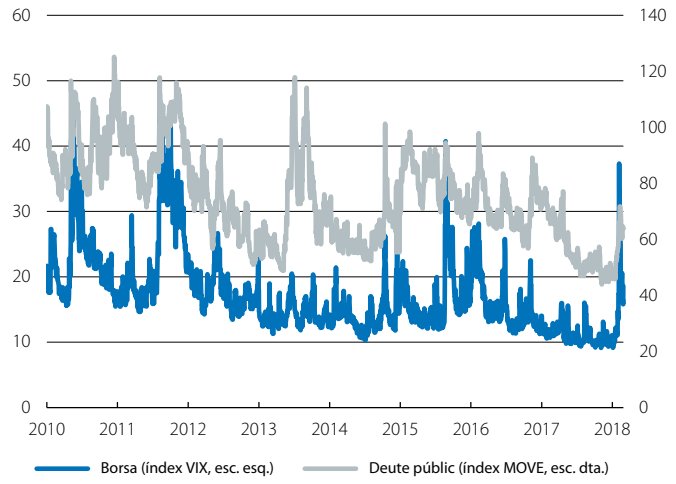
Nivell



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

Volatilitat implícita als mercats financers

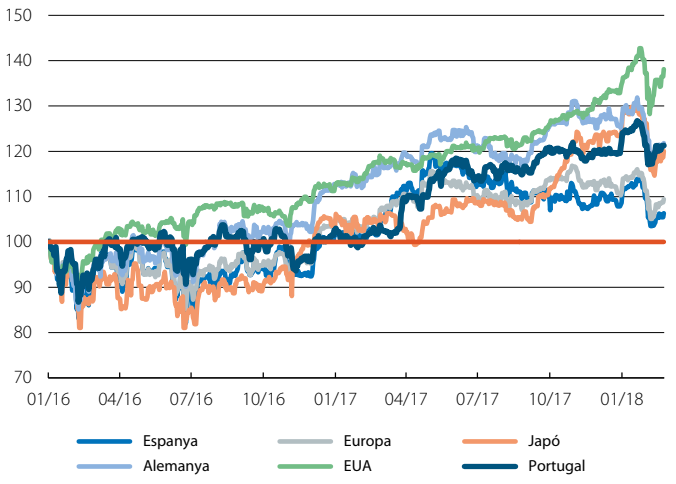
Índex *Índex*



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

Principals borses avançades

Índex (100 = gener 2016)



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

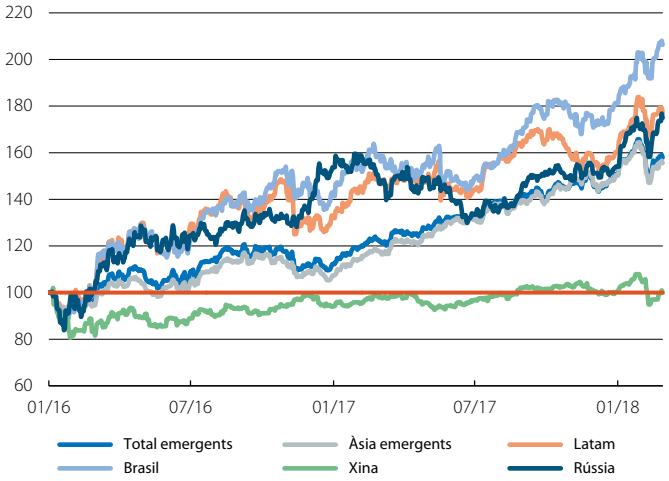
l'S&P 500 nord-americà va arribar a recular el –10,2%; el Nikkei japonès, el –12,3%, i, al Regne Unit, l'FTSE 100, el –8,8%, mentre que els principals índexs de la zona de l'euro també van acumular pèrdues generalitzades en les dues primeres setmanes del mes (Eurostoxx 50, –9,4%; DAX alemany, –10,7%; CAC francès, –8,4%; MIB italià, –8,8%; Ibex 35, –9,1%, i PSI20 portuguès, –7,6%). A les economies emergents, les reculades també van ser significatives (MSCI per al conjunt de les economies emergents, –10,2%) i generalitzades a totes les regions. En concret, a l'Amèrica Llatina, l'episodi es va tancar amb reculades del –11,1% al Brasil, del –14,2% a l'Argentina, del –7% a Colòmbia, del –6,4% a Mèxic i del –5,9% a Xile, mentre que, a la Xina, la borsa va retrocedir el –12,1% i, a Rússia, la caiguda va ser del –10,7%.

La recuperació de les borses en les últimes setmanes del mes va avançar a un ritme desigual. Un cop superat el període d'inestabilitat inicial, en la segona meitat de febrer, les borses internacionals van tornar al terreny positiu i es van començar a recuperar de les pèrdues. No obstant això, els avanços es van produir a una velocitat desigual, amb els índexs nord-americans i de les economies emergents reprenent ràpidament els guanys en l'acumulat de l'any i les borses europees a la saga. Així i tot, amb l'excepció d'alguns índexs emergents, les borses no van evitar tancar en negatiu en el conjunt del mes de febrer. A més a més, els factors que justifiquen aquest episodi de volatilitat borsària continuen presents (dubtes sobre la sostenibilitat de les elevades cotitzacions de la borsa nord-americana, més confiança dels inversors en l'enduriment progressiu de les condicions financeres globals, gràcies a les pujades de tipus de la Fed i a la retirada del QE del BCE, i factors tècnics que amplifiquen els moviments, com les vendes algorítmiques que s'activen de forma automàtica davant els repunts de la volatilitat), de manera que no es pot descartar que es tornin a repetir episodis de correccions.

Els bancs centrals avançats segueixen el seu full de ruta. En un mes sense reunions de política monetària, ni de la Fed ni del Banc Central Europeu (BCE), l'atenció es va centrar en els detalls que van oferir les actes de les reunions del gener, quelcom especialment important en el cas de la Fed, ja que, a diferència del BCE, no va haver-hi roda de premsa després de la reunió. Així, les actes de la Fed van enviar un missatge de major confiança en les perspectives de l'economia nord-americana, en part pel major estímul fiscal procedent de l'Administració Trump, i obren la porta a la possibilitat que, en la reunió del març, a més de realitzar una nova pujada del tipus de referència, els membres del Comitè Federal de Mercat Obert (FOMC, per les sigles en anglès) revisin a l'alça les projeccions i incorporin quatre pujades en el conjunt de l'any. Pel que fa al BCE, les actes de la reunió del gener no van oferir informació addicional a la que el president Draghi ja havia donat en el comunicat i en la roda de premsa posteriors a la reunió. En concret, a les actes va quedar reflectida una vegada més la major confiança en l'escenari macroeconòmic per part dels membres del Consell de Govern (CG), de manera que reforcen l'expectativa que, en

Borses emergents per geografia

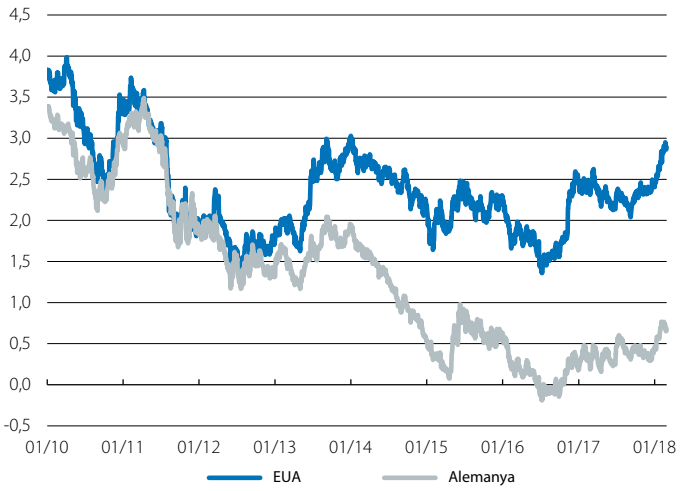
Índex (100 = gener 2016)



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

Rendibilitat del deute públic a 10 anys

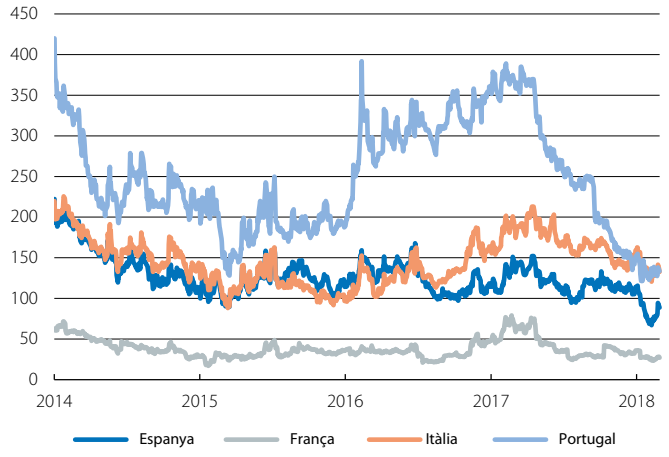
(%)



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.*

els propers mesos, el CG ajustarà la comunicació per preparar els inversors per al final de les compres netes d'actius cap a les acaballes del 2018.

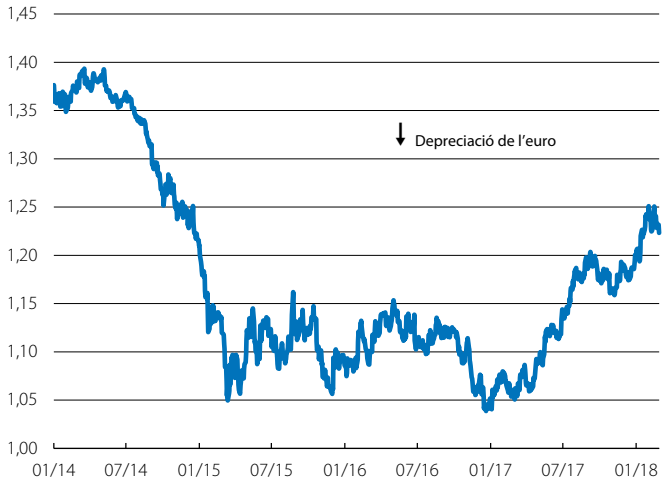
Els tipus sobirans nord-americans continuen augmentant, però els europeus romanen estables. Gràcies al reajustament de les expectatives dels inversors sobre la política monetària de la Fed, que, per primera vegada, es van situar en tres pujades de tipus esperades per al 2018, els tipus d'interès del deute sobirà nord-americà van donar continuïtat als augments registrats al gener i, en el conjunt del mes, van acumular un increment proper als 12 p. b. (tipus a 2 anys) i als 20 p. b. (tipus a 10 anys). A Europa, en canvi, els tipus d'interès es van mantenir estables i les primes de risc es van mantenir contingudes, la qual cosa reflecteix l'absència de grans notícies sobre la política monetària del BCE i la confiança dels inversors que la retirada de l'estímul monetari serà molt gradual.

L'euro es mostra indecís enfront del dòlar i les divises emergents es mantenen estables. D'una banda, després de començar el febrer amb valors per damunt dels 1,25 dòlars, l'euro va tancar el mes amb una cotització al voltant dels 1,22 dòlars i va mostrar una certa volatilitat. En concret, mentre que, durant les correccions borsàries, l'euro es va depreciar fins als 1,22 dòlars, al començament de la recuperació de les borses, es va tornar a apreciar i va arribar a superar la barrera dels 1,25 dòlars. Finalment, en l'última setmana del mes, va suavitzar la dinàmica i es va situar en els 1,23 dòlars. Més enllà de la volatilitat a curt termini, en els propers trimestres, la preparació de la retirada del QE per part del BCE i el major optimisme inversor sobre l'activitat de la zona de l'euro donaran suport a una dinàmica d'apreciació gradual de l'euro. D'altra banda, malgrat que el real brasiler, la lira turca i el rand sud-africà van patir una depreciació durant l'episodi de correccions borsàries, en el conjunt del mes, la majoria de les divises emergents es van mantenir relativament estables enfront del dòlar nord-americà, amb una lleugera depreciació del peso mexicà i de la lira turca (les dues al voltant de l'1%), així com del real brasiler i de la rupia índia (prop del 2%), mentre que el rand sud-africà es va apreciar molt lleugerament i el ruble rus es va mantenir gairebé estable.

El preu del petroli pateix la volatilitat de les borses. Després d'unes setmanes fluctuant al voltant dels 70 dòlars, l'episodi de correccions borsàries va provocar una caiguda del preu del barril de qualitat Brent fins als 62 dòlars, un moviment que també va ser reforçat per la publicació de dades que indiquen un augment de la producció de cru als EUA. No obstant això, a mesura que els mercats financers es van refer de les caigudes de les borses, el preu del petroli va recuperar una part del terreny perdut i va acabar el mes al voltant dels 66 dòlars per barril.

Cotització de l'euro enfront del dòlar

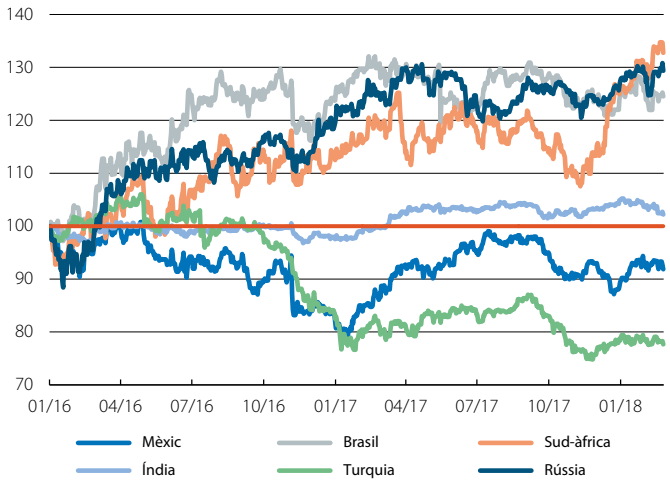
(Dòlar-euro)



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

Divises emergents enfront del dòlar

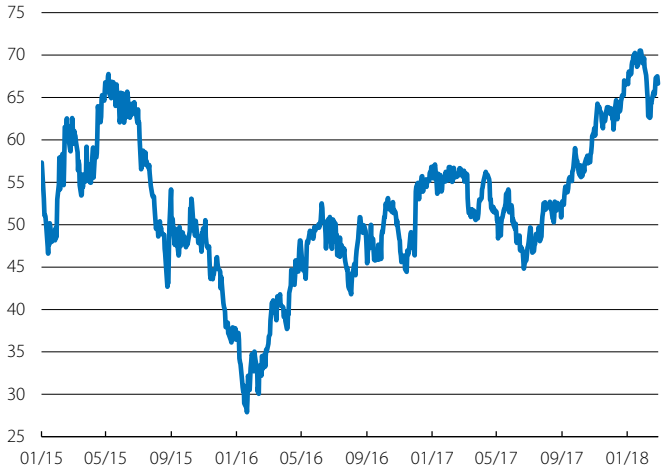
Índex (100 = gener 2016)



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 · La resistència de les condicions financeres a l'enduriment de la política monetària

Al desembre del 2015, la Fed va iniciar un procés d'enduriment gradual de la política monetària, que acumula cinc augments del tipus de referència (als quals probablement se sumarà un nou increment aquest març), i l'inici de la reducció del seu balanç. Tradicionalment, l'enduriment de la política monetària es transmet a l'activitat econòmica a través del seu efecte sobre l'univers d'actius financers i el consegüent enduriment de les anomenades condicions financeres (vegeu el primer gràfic). No obstant això, en el cicle actual, les condicions financeres es mantenen en nivells molt acomodaticis (vegeu el segon gràfic).

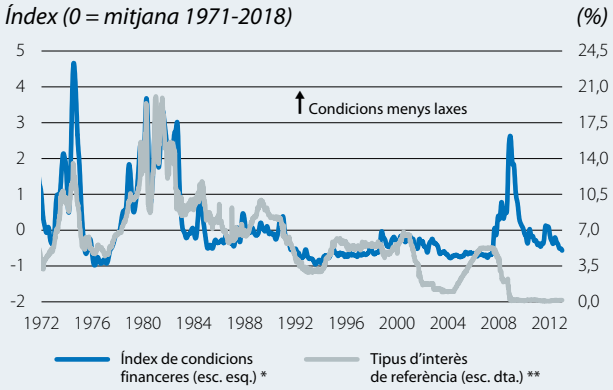
Els economistes es refereixen a les «condicions financeres» com l'estat actual de les variables financeres que influencien avui el comportament de les empreses, dels consumidors, dels estalviadors i dels inversors i que, d'aquesta manera, afecten l'estat futur de l'activitat econòmica.[1] Els anomenats índexs de condicions financeres (ICF) resumeixen el comportament de les cotitzacions financeres i ens ofereixen un «termòmetre» per als mercats financers: és a dir, ens donen la informació sobre l'estat futur de l'economia que contenen avui les variables financeres. Així, els ICF acostumen a incloure variables que afecten el cost del capital i les decisions d'inversió, com els tipus d'interès (sobirans i corporatius) i les mesures del risc creditici. A més a més, també són rellevants les variables que incideixen sobre la riquesa de les famílies i, per tant, sobre les seves decisions de consum i d'estalvi, com les valoracions borsàries, els preus immobiliaris o els tipus d'interès sobre el crèdit al consum. Finalment, atesa l'existència de friccions creditícies, és important monitoritzar la incertesa, amb variables que capturin la volatilitat dels preus dels actius i unes altres que proporcionin informació sobre les condicions de liquiditat.

Als EUA, un dels «termòmetres» financers de referència és l'índex de condicions financeres elaborat per la Reserva Federal de Chicago, l'anomenat NFCI.[2] Per entendre per què l'NFCI, igual que altres ICF alternatius, indica que les condicions financeres s'han mantingut en un terreny molt acomodatici malgrat l'enduriment monetari de la Fed, cal analitzar-ne amb detall els components. L'NFCI comprèn 105 indicadors d'actius financers molt diversos, entre els quals destaquen els del mercat monetari, la renda variable i la renda fixa, així com variables sobre el sistema bancari tradicional i l'anomenat *shadow banking*. Els 105 indicadors es classifiquen en tres grans grups: i) indicadors de risc, que capturen la volatilitat i el risc de finançament, com el diferencial TED (el diferencial entre el tipus d'interès interbancari a tres mesos i el tipus d'interès sobirà al mateix venciment) i l'índex de volatilitat borsària VIX; ii) indicadors de crèdit, que mesuren les condicions creditícies a les quals s'enfronten les famílies i les empreses, i, finalment, iii) indicadors de palanquejament, com les noves emissions de deute corporatiu.

Després d'agregar aquestes 105 variables, l'NFCI pren valors negatius quan les condicions financeres són acomodatícies i pren valors positius quan els indicadors reflecteixen unes condicions més severes (sempre en relació amb la mitjana històrica des del 1971). En general, l'índex augmenta amb els indicadors de risc i disminueix amb els indicadors de crèdit i de palanquejament. Per exemple, un augment del diferencial TED apunta a un increment del risc creditici al mercat interbancari i, per tant, suggereix un enduriment de les condicions financeres. En canvi, un augment del nombre de famílies que indiquen unes millors condicions d'accés al crèdit al consum reflecteix una major laxitud financera.

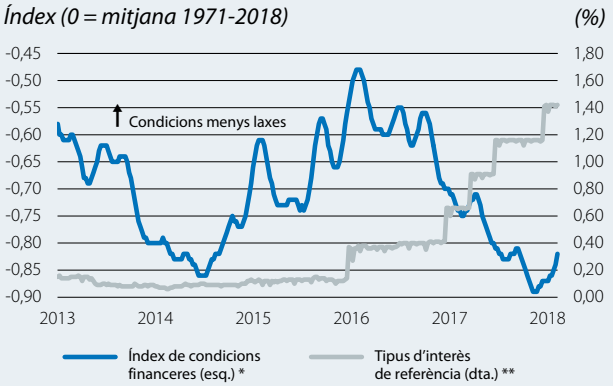
A més a més, l'estat de la macroeconomia és un determinant clau de les condicions financeres: quan l'activitat és pròspera, les bones perspectives de creixement econòmic

EUA: política monetària i condicions financeres, 1972-2000



Notes: ** Índex nacional de condicions financeres, elaborat per la Reserva Federal de Chicago.* ** Effective fed funds rate.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de St. Louis.*

EUA: política monetària i condicions financeres, 2013-2018

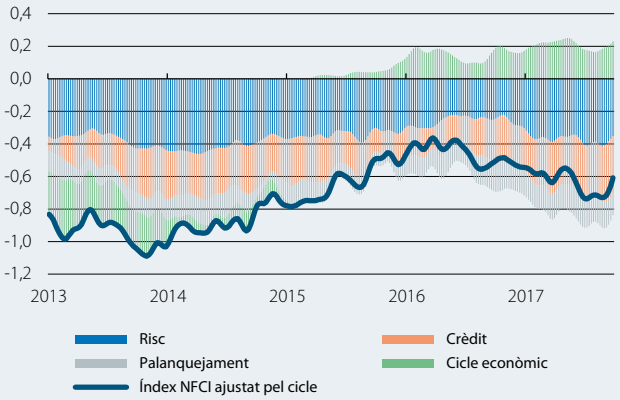


Notes: ** Índex nacional de condicions financeres, elaborat per la Reserva Federal de Chicago.*
** Effective fed funds rate.
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de St. Louis.*

1. Vegeu Hatzius, J. *et al.* (2010), «Financial Conditions Indexes: a Fresh Look after the Financial Crisis», NBER Working Paper.
2. De l'anglès, National Financial Conditions Index (índex nacional de condicions financeres).

EUA: contribucions a les condicions financeres

Índex (0 = mitjana 1971-2018)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.*

redueixen el risc, milloren la qualitat del crèdit, faciliten l'emissió de deute corporatiu, etc. Per aquest motiu, la Reserva Federal de Chicago també publica un índex de condicions financeres ajustat per l'estat de l'economia: l'ANFCI,[3] que mesura les condicions financeres com si la posició cíclica de l'economia fos sempre la mateixa. Com ho mostra el tercer gràfic, en què se separen els components financers (risc, crèdit i palanquejament) de la contribució del cicle econòmic, en els últims anys el bon to de l'activitat econòmica contribueix a mantenir unes condicions financeres acomodatícies: si no descomptéssim la contribució de la macroeconomia, l'ANFCI se situaria lleugerament per sota del –0,80, un valor molt més acomodatici que el –0,61 en què, en realitat, es troba.

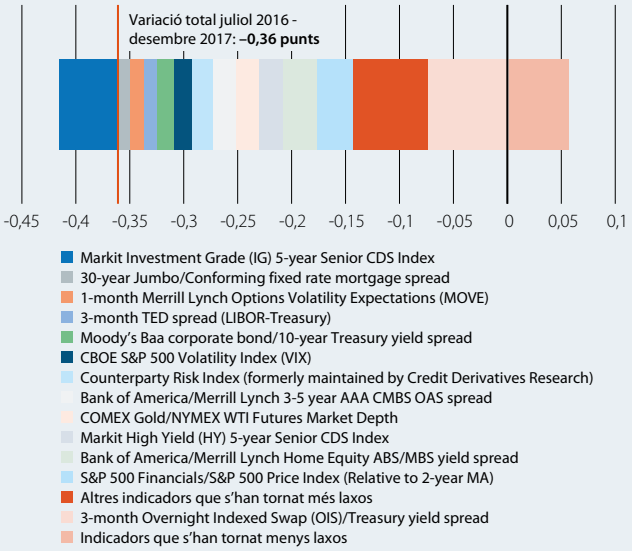
Més enllà dels vents de cua que proporciona el bon funcionament de l'economia, tant l'NFCI com l'ANFCI indiquen que les condicions financeres es mantenen en un terreny molt acomodatici malgrat l'enduriment de la política monetària de la Fed. A més a més, com ho mostra el tercer gràfic, tant els indicadors de risc com els de crèdit i els de palanquejament contribueixen a aquestes condicions laxes. Per entendre millor aquesta dinàmica, analitzem quines de les 105 variables s'han tornat més i menys acomodatícies entre el juliol del 2016 i el desembre del 2017, quan les condicions financeres es van endinsar en un terreny encara més acomodatici. Malgrat que 50 de les 105 variables es van tornar menys laxes, el seu grau d'enduriment va ser molt petit: com ho mostra el quart gràfic, el seu enduriment només hauria provocat un augment de 0,06 punts de l'índex. A més a més, al voltant del 50% d'aquest augment es concentra únicament en tres variables (diferencials de tipus d'interès a curt termini als mercats monetaris), que, de tota manera, romanen en una zona laxa. En canvi, l'índex agregat (net del cicle macroeconòmic) es va reduir en –0,36 punts, gràcies, en especial, a una major compressió dels diferencials de tipus d'interès (hipotecari, CDS, deute corporatiu, etc.) i a una menor volatilitat de la renda variable (índex VIX) i fixa (índex MOVE).

Finalment, podem realitzar un exercici semblant per analitzar les correccions borsàries del final de gener i començament de febrer d'enguany. Els indicadors suggereixen que, en aquestes setmanes, les condicions financeres es van deteriorar lleugerament, amb un augment de l'ANFCI (exclòs el component cíclic de l'economia) de 0,08 punts, que es pot atribuir, gairebé de manera exclusiva, a dos indicadors: la major volatilitat de les borses i un deteriorament de la liquiditat al mercat d'opcions relatives a futurs sobre l'índex borsari nord-americà S&P 500. Així, la majoria de variables financeres es van mantenir en terreny molt acomodatici, la qual cosa suggereix que les correccions borsàries van ser un episodi contingut i que no es va filtrar per altres mercats ni va provocar un moviment generalitzat d'aversió al risc que endurís de manera molt significativa les condicions financeres agregades.

En conclusió, el bon moment cíclic de l'economia dóna suport al manteniment d'unes condicions financeres molt acomodatícies. A això també pot haver contribuït la gradualitat i la predictibilitat amb què ha procedit la Fed a l'hora d'endurir la política monetària, així com el manteniment d'estímuls monetaris molt significatius en altres jurisdiccions, com Europa i el Japó, que faciliten un entorn de baixa volatilitat i de diferencials crediticis comprimits.[4] L'enduriment de la política monetària de la Fed s'ha començat a notar en els actius financers de venciments curts, de manera que la continuïtat de les pujades de tipus, juntament amb un menor estímul monetari a Europa, contribuirà a normalitzar les condicions financeres en els propers trimestres.

EUA: canvi en les condicions financeres (del juliol del 2016 al desembre del 2017) *

Punts de l'índex (0 = mitjana 1971-2018)



Nota: ** Condicions netes del cicle econòmic.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Reserva Federal de Chicago.*

3. De l'anglès, Adjusted National Financial Conditions Index (índex nacional ajustat de condicions financeres).

4. Vegeu «A paradoxical tightening?», BIS Quarterly Review, desembre del 2017.

PRINCIPALS INDICADORS

Tipus d'interès (%)

	28-feb	31-gen	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (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	0,2	0,3
Euríbor 12 mesos	–0,19	–0,19	0	–0,4	–7,6
Deute públic a 1 any (Alemanya)	–0,65	–0,56	–9	–1,2	22,6
Deute públic a 2 anys (Alemanya)	–0,54	–0,53	–1	8,7	35,9
Deute públic a 10 anys (Alemanya)	0,66	0,70	–4	23,3	45,2
Deute públic a 10 anys (Espanya)	1,54	1,43	11	–2,7	–11,5
Diferencial de deute públic a 10 anys (p. b.) [1]	88	73	15	–26,0	–56,7
EUA					
Fed funds (límit superior)	1,50	1,50	0	0,0	75,0
Líbor 3 mesos	2,02	1,78	24	32,6	95,6
Líbor 12 mesos	2,50	2,27	23	39,3	74,4
Deute públic a 1 any	2,06	1,88	18	32,8	123,9
Deute públic a 2 anys	2,25	2,14	11	36,7	99,0
Deute públic a 10 anys	2,86	2,71	15	45,5	47,0

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

	28-feb	31-gen	Variació mensual (p. b.)	Variació acum. el 2018 (p. b.)	Variació interanual (p. b.)
Itraxx Corporatiu	52	44	8	7,7	–20,7
Itraxx Financer Sènior	53	42	11	9,2	–38,4
Itraxx Financer Subordinat	114	97	17	9,0	–96,7

Tipus de canvi

	28-feb	31-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
$/€	1,219	1,241	–1,8	1,6	15,3
¥/€	130,080	135,540	–4,0	–3,8	9,1
£/€	0,886	0,875	1,3	–0,2	3,7
¥/$	106,680	109,190	–2,3	–5,3	–5,4

Primeres matèries

	28-feb	31-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
Índex CRB de primeres matèries	443,9	443,4	0,1	2,7	2,6
Brent ($/barril)	65,8	69,1	–4,7	–1,6	18,3
Or ($/unça)	1.318,4	1.345,2	–2,0	1,2	5,6

Renda variable

	28-feb	31-gen	Variació mensual (%)	Variació acum. el 2018 (%)	Variació interanual (%)
S&P 500 (EUA)	2.713,8	2.823,8	–3,9	1,5	14,8
Eurostoxx 50 (zona de l'euro)	3.439,0	3.609,3	–4,7	–1,9	3,6
Ibex 35 (Espanya)	9.840,3	10.451,5	–5,8	–2,0	3,0
Nikkei 225 (Japó)	22.068,2	23.098,3	–4,5	–3,1	15,4
MSCI emergents	1.195,2	1.254,6	–4,7	3,2	27,6
Nasdaq (EUA)	7.273,0	7.411,5	–1,9	5,4	24,8

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

CONJUNTURA · L'economia global mostra una salut de ferro al començament de l'any

Els indicadors d'activitat global continuen mostrant un to positiu en el 1T 2018. En el tram inicial de l'any, es continuen succeint les bones dades. Un exemple il·lustratiu és l'índex de sentiment empresarial (PMI) compost global, que, al gener, va assolir el nivell més alt des del març del 2011. Cal destacar que la tendència positiva és generalitzada i es produeix tant als països avançats com als emergents. Això consolida l'acceleració del creixement mundial, del 3,7% estimat el 2017 fins al 3,9% del 2018 previst per CaixaBank Research. Els factors que sustenten aquesta acceleració no han canviat: les condicions financeres es mantindran acomodatícies (fins i tot als EUA s'espera que la normalització prossegueixi de forma gradual), els preus del petroli es mantindran en un rang raonable, que afavorirà els països exportadors sense perjudicar els importadors (l'estabilització recent del cru una mica per sota dels 70 dòlars per barril mostra una recuperació dels preus limitada en magnitud) i, a les economies emergents, les bones perspectives de creixement s'intensificaran gràcies a la velocitat de creuer de l'Àsia emergent i a la recuperació gradual de Rússia i del Brasil.

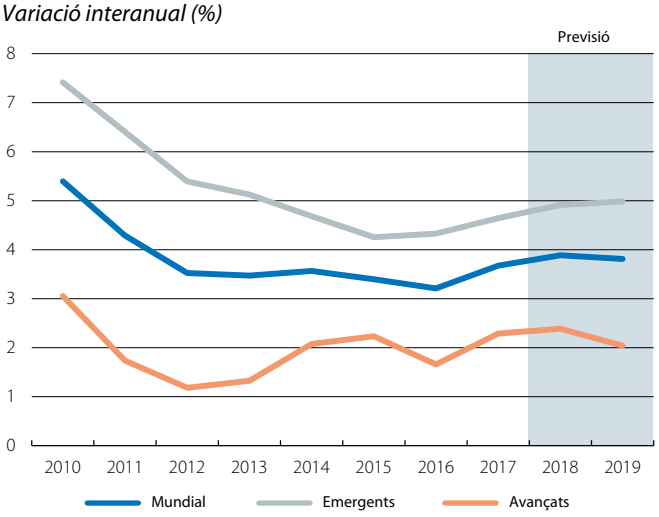
I, no obstant això, persisteixen els riscos. Un primer focus de risc gens menyspreable és la possibilitat de noves correccions als mercats financers. La correcció originada als EUA el mes passat no ha tingut prou envergadura per canviar les perspectives favorables de l'economia global, però els factors que justifiquen aquesta correcció (més expectatives de pujades de tipus, augment de la inflació, possible sobrevaloració de la borsa i amplificació per les vendes robotitzades) continuaran estant molt presents en els propers mesos. Així, caldrà estar molt atents a possibles noves correccions i al seu impacte sobre l'activitat mundial. A més a més, els riscos de caire geopolític no han remès (per a una anàlisi en profunditat, vegeu el Focus «Incertesa geopolítica i economia: *deep impact?*», en aquest mateix *Informe Mensual*). D'una banda, una victòria clara dels partits euroescèptics i populistes a les eleccions italianes del 4 de març reduiria el marge de maniobra per impulsar les anhelades reformes econòmiques a la zona de l'euro. De l'altra, a l'altre costat de l'Atlàntic, hi ha el risc que no es puguin finalitzar les negociacions del NAFTA en el 1T de l'any, la qual cosa podria comportar el seu empantanegament i un augment de la polarització política als EUA i a Mèxic, a causa del carregat calendari electoral d'enguany (eleccions presidencials del juliol a Mèxic i eleccions a meitat de mandat al novembre als EUA).

ESTATS UNITS

Milloren les perspectives de creixement davant un impuls fiscal superior a l'esperat. El Congrés va aprovar, al començament de febrer, una llei per poder augmentar la despesa el 2018 i el 2019, amb un èmfasi especial en la despesa militar. Aquest augment de la despesa és una mica superior a l'esperat, i s'estima que tindrà un impacte proper als +0,2 p. p. en el crei-

PIB mundial

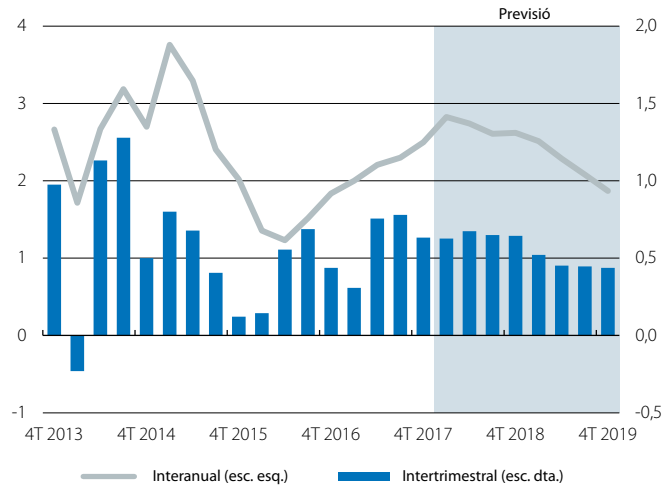
Variació interanual (%)



Font: *CaixaBank Research.*

EUA: PIB

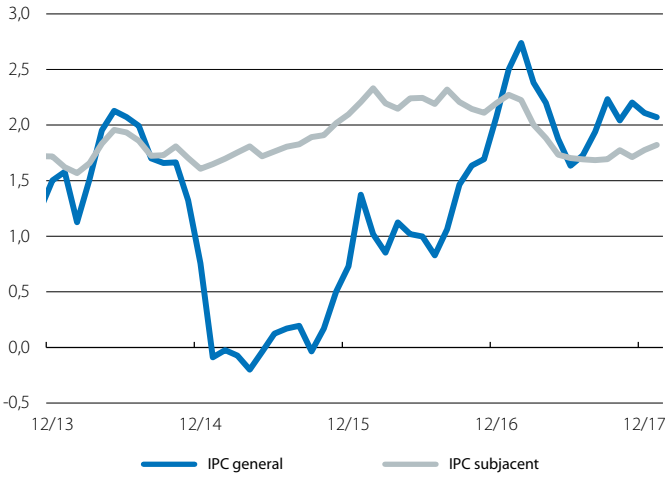
Variació (%) *Variació (%)*



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

EUA: IPC

Variació interanual (%)



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

xement de l'economia nord-americana tant el 2018 com el 2019. Així, el 2018, revisem a l'alça la previsió de creixement del 2,4% al 2,7% (la dècima restant s'explica per la bona dada del 4T 2017) i, el 2019, del 2,0% al 2,2%.

La inflació del gener sorprèn a propis i estranys. En particular, la inflació es va emplaçar en el 2,1% interanual al gener, el mateix registre que al desembre, però notablement per damunt de les previsions de CaixaBank Research (l'1,8%) i del conjunt dels analistes. Aquesta vegada, l'augment dels preus ha estat generalitzat en tots els components, la qual cosa, sumada al significatiu creixement dels salaris (el 2,9%), apunta a una fase amb més tensions en els preus el 2018, en especial a partir del 2T (en alguns mesos, la inflació es podria acostar al 3%). Arran d'aquesta dada d'inflació i de la revisió a l'alça del PIB, hem augmentat les previsions d'inflació per al 2018 (del 2,2% al 2,6%) i per al 2019 (del 2,0% al 2,1%). Cal destacar que les dinàmiques d'inflació són molt importants per a l'economia nord-americana i tenen una translació directa a la política monetària, atès que una inflació més elevada del previst pot propiciar un major ritme de pujades de tipus per part de la Fed. Aquest context avala el nostre escenari de normalització monetària, que ja contempla quatre (abans tres) pujades de tipus el 2018.

L'economia nord-americana comença l'any a tota marxa. Si ens centrem en les últimes dades d'activitat, tot sembla augurar una vigorosa dada de creixement en el 1T 2018. En concret, cal destacar el dinamisme del mercat laboral, amb la creació de 200.000 llocs de treball al gener, una xifra especialment meritòria si tenim en compte que l'economia nord-americana està molt a la vora de la plena ocupació. Les dades de sentiment econòmic i empresarial no es van quedar endarrerides i van exhibir molt bons registres. Així, per exemple, l'índex de confiança del consumidor, elaborat per la prestigiosa Universitat de Michigan, es va apropar al màxim d'aquest nou cicle expansiu.

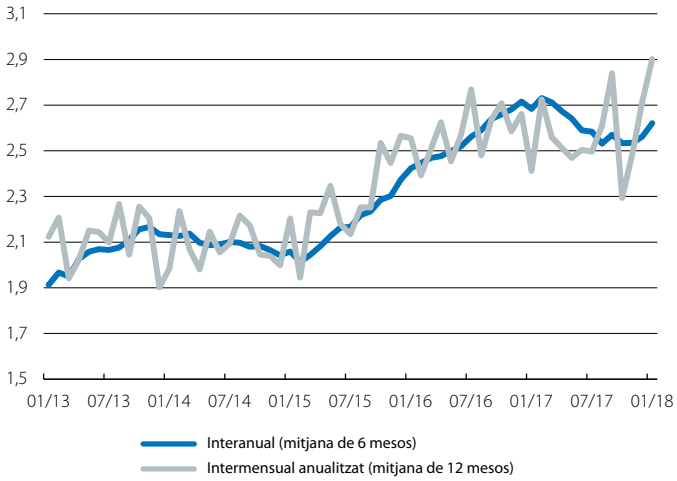
L'impuls fiscal: un arma de doble tall? L'impuls fiscal derivat de l'augment de la despesa s'afegeix a altres mesures expansives, com la rebaixa impositiva i la major despesa en infraestructures que ja coneixíem. Aquestes mesures tenen un impacte relativament moderat i limitat sobre el creixement de l'economia, ja que aquesta es troba en una fase madura del cicle en què no sembla gaire necessitada d'estímuls addicionals. No obstant això, s'estima que el conjunt d'aquestes polítiques (és a dir, les reduccions d'impostos i l'augment de la despesa) augmentarà el dèficit fiscal en relació amb el PIB en 1,3 p. p. el 2018 i en 1,7 p. p. el 2019 i generarà un saldo fiscal proper al –5% del PIB el 2018 i el 2019. Aquest augment del dèficit públic no és una bona notícia, ja que pot generar desequilibris en els comptes públics i un repunt del deute públic i de les tensions inflacionistes.

JAPÓ

L'economia nipona es mostra resilient. En el 4T 2017, l'economia japonesa es va desaccelerar (va avançar el 0,1% intertrimestral, enfront del 0,6% del 3T), però es va mantenir en terreny positiu. Es tracta del vuitè trimestre consecutiu creixent, una fita que no s'assolia des del 1989. Especialment destacable és la recuperació del consum privat després de la caiguda del trimestre anterior. De cara al 2018, esperem un creixement de

EUA: salaris

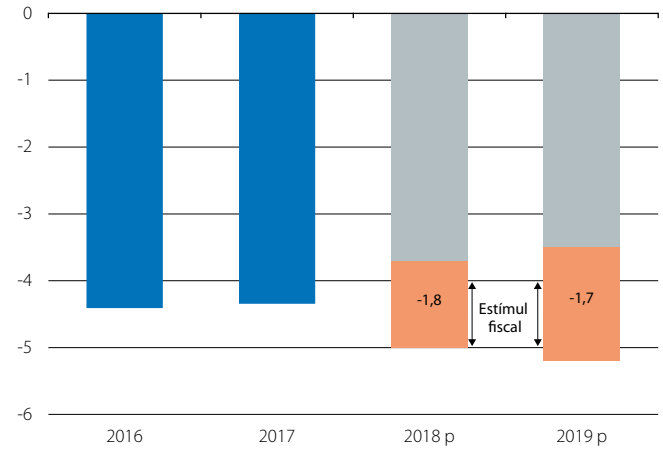
Variació (%)



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

EUA: saldo fiscal

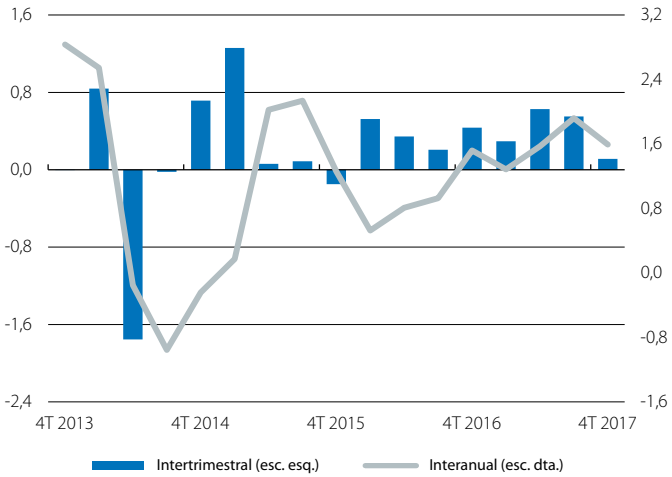
Percentatge del PIB (%)



Nota: *(p) Previsió.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI i de Thomson Reuters Datastream.*

Japó: PIB

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



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

l'1,3% interanual, molt per damunt del potencial de creixement del país, estimat entre el 0,5% i l'1%.

EMERGENTS

Les economies emergents treuen múscul. Les economies emergents mantenen, en conjunt, un ritme notable d'activitat. Això s'ha vist reflectit tant en les últimes dades macroeconòmiques com en els índexs de sentiment empresarial. En concret, el PMI compost dels emergents s'ha enfilat fins als 53,6 punts, molt per damunt dels 51 punts registrats, de mitjana, en els dos últims anys. A més a més, els diferents índexs d'activitat, com el construït per l'IIF, mostren el *momentum* de les economies emergents. Així i tot, les reculades de les borses asiàtiques després de la correcció dels EUA i les sortides de capitals viscudes durant aquests dies suggereixen que un enduriment superior a l'esperat de la política monetària als EUA pot perjudicar el bon funcionament de les economies emergents.

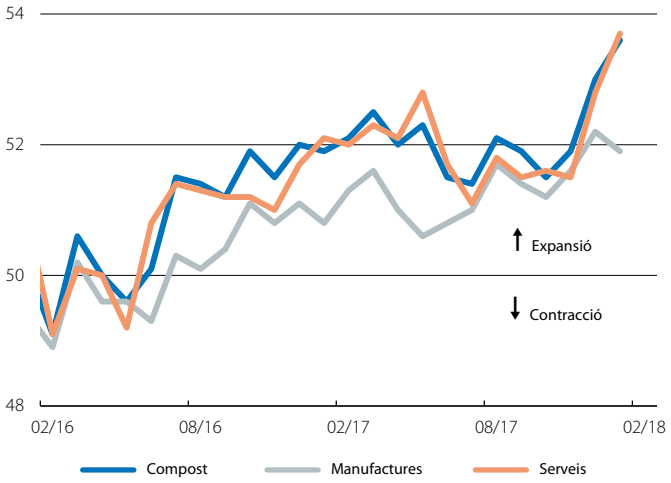
Xina: molta calma abans d'un mes intens. Les diferents dades d'activitat (PMI, sector exterior...) mostren que l'economia xinesa ha començat l'any amb la mateixa solidesa amb què va acabar l'anterior. En tot cas, cal interpretar les últimes dades amb molta cautela, ja que reflecteixen, en part, les distorsions causades per les festivitats de l'any nou xinès (enguany, ha caigut a mitjan febrer i, el 2017, al final de gener). En breu es desvetllarà la composició de la nova Assemblea Popular Nacional, el màxim òrgan legislatiu, que celebrarà la sessió anual al començament de març i on es desvetllarà l'objectiu de creixement per al 2018. La novetat més destacada d'aquest mes ha estat la proposta del Partit Comunista d'eliminar la restricció de dos mandats consecutius com a president de la Xina, la qual cosa aplanaria el camí a Xi Jinping per allargar el seu lideratge més enllà del 2022 si l'Assemblea ratifica la proposta.

Mèxic remunta en un entorn realment complex. En el 4T 2017, el creixement mexicà es va accelerar fins a l'1,0% intertrimestral (l'1,8% interanual), enfront de la caiguda del 0,3% del trimestre anterior. Es tracta d'una xifra una mica més elevada del previst, tot i que una gran part d'aquest major creixement deriva de la compensació de l'atípic descens del trimestre anterior, afectat per factors puntuals (terratrèmols i huracans). En el còmput anual, el país americà va créixer el 2,1%. Les perspectives immediates, sense ser obertament negatives, es veuran llastades per la incertesa de les eleccions presidencials del juliol i pels dubtes sobre les negociacions del NAFTA.

Rússia surt del clot i l'Índia torna a brillar. La recuperació de l'economia russa explica la decisió d'S&P de treure el deute rus de la qualificació de «bo escombraries», malgrat que aquest organisme adverteix que la dependència del petroli i del gas, les sancions internacionals en un context geopolític complicat i les febleses institucionals limitaran el creixement a mitjà termini (per a més detalls, vegeu el Focus «Perspectives econòmiques de Rússia: *politics (not business) as usual*», en aquest mateix *Informe Mensual)*. Per la seva banda, l'economia índia va recuperar la brillantor i va deixar definitivament enrere els dos shocks de naturalesa temporal que van llastar-ne el creixement en els tres primers trimestres del 2017. Amb un creixement del 7,2% en el 4T, l'economia índia es troba en un punt de partida immillorable per prémer de nou l'accelerador el 2018.

Emergents: indicadors d'activitat PMI

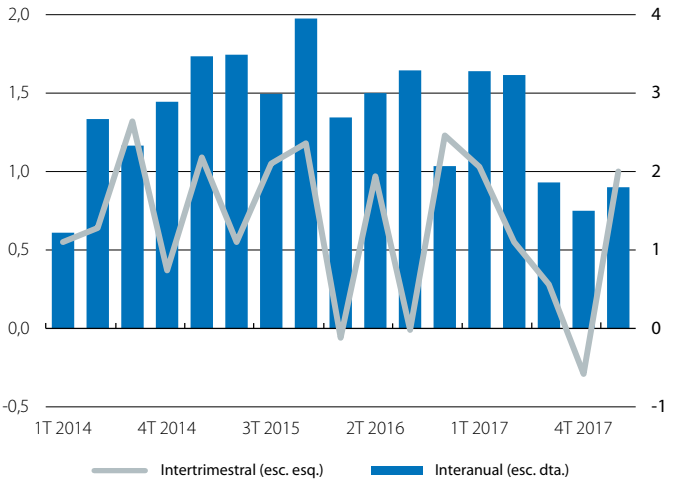
Nivell



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

Mèxic: PIB

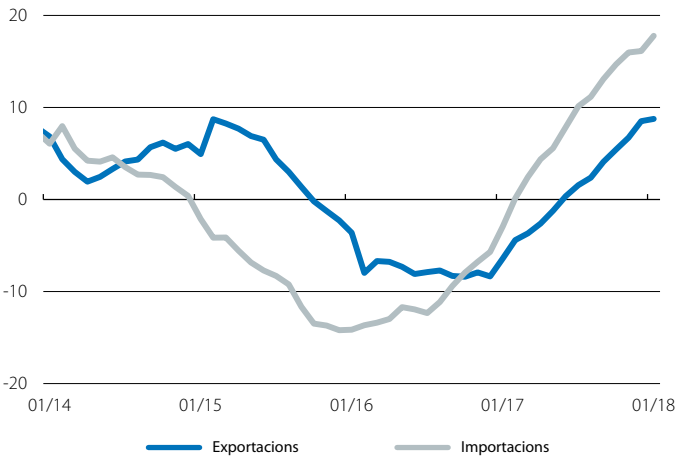
Variació (%) *Variació (%)*



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

Xina: comerç exterior de béns

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



Nota: *Variació obtinguda a partir de dades nominals en dòlars.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de la Duana xinesa.*

FOCUS · Incertesa geopolítica i economia: *deep impact?*

La relació entre la geopolítica i les variables econòmiques és un tema recurrent als mitjans de comunicació. I no solament a nivell mediàtic: els economistes són cada vegada més conscients de la importància d'analitzar els riscos geopolítics per dur a terme un exercici encertat de perspectives econòmiques. I, no obstant això, malgrat que la geopolítica estigui de moda, amb prou feines hi ha anàlisis que quantifiquin aquesta relació. En aquest article, obrirem la veda amb una primera exploració sobre el tema.

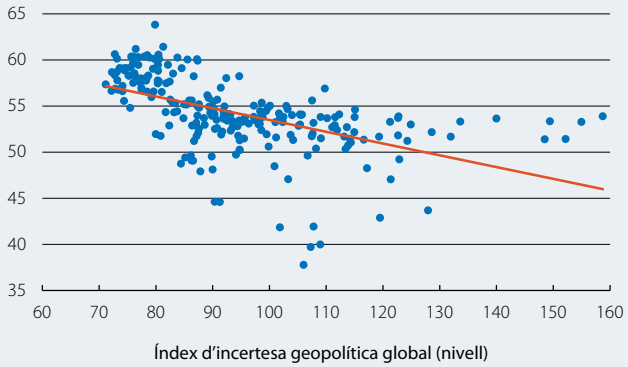
Per mesurar la incertesa geopolítica global de manera precisa generem un índex que té en compte tant la incertesa política a nivell global com l'evolució dels conflictes, també a nivell global.[1] Per començar l'anàlisi, és útil estudiar el grau de correlació entre l'índex d'incertesa geopolítica i diferents indicadors d'activitat. Un primer pas en aquest sentit consisteix a analitzar la relació d'aquest índex amb l'índex de sentiment empresarial PMI global. Tal com observem al primer gràfic, la relació entre els dos és clarament negativa: com més elevat és l'índex d'incertesa geopolítica, menor és l'índex de confiança empresarial. Una altra mostra que la relació entre els dos índexs sembla molt estreta és que un augment de l'índex d'incertesa d'una magnitud equivalent a la del novembre del 2016, després de la inesperada victòria de Donald Trump, sol anar acompanyat d'una reducció de 4 punts del PMI. Perquè el lector es faci una idea de la magnitud, al voltant del valor mitjà de l'índex PMI, en un rang de 5 punts, trobem el 50% de les observacions.

Una altra manera d'analitzar la relació entre la incertesa geopolítica i l'activitat econòmica és observar directament la correlació entre la incertesa geopolítica i el creixement del PIB mundial. En aquest cas, un augment de la incertesa d'una magnitud equivalent a la del 4T 2016 sol anar associada a un descens del creixement del PIB mundial de 0,3 p. p. en aquest trimestre.

Finalment, una altra forma de valorar la intensitat de la relació entre l'índex de risc geopolític i els indicadors d'activitat econòmica és comparar-la amb la que s'observa amb indicadors similars, però d'altres àmbits. En aquest sentit, una bona referència és l'índex de volatilitat financera, l'índex VIX, ja que, en aquest cas, és ben sabut que els augments d'aquest índex solen tenir importants repercussions sobre l'activitat econòmica. Doncs bé, un augment de la mateixa magnitud dels dos índexs sol anar associat a descensos similars del creixement del PIB mundial. En concret, si apliquem a l'índex VIX un *shock* d'una magnitud equivalent al succeït en l'índex de risc geopolític en el 4T 2016, el descens del creixement del PIB mundial hauria estat, aproximadament, de 0,4 p. p.[2]

Activitat econòmica i incertesa geopolítica

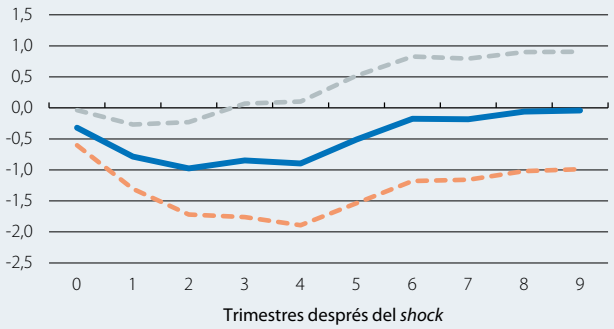
PMI global compost (nivell)



Nota: *Dades de freqüència mensual des del juliol del 1998.*
Font: *CaixaBank Research,a partir de dades de Markit i de Iacovello i Caldara.*

Resposta del creixement mundial a un shock geopolític

(p. p.)



Nota: *S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou les dades trimestrals de l'índex d'incertesa geopolítica, el VIX, i el creixement mundial.* Shock *d'incertesa observat en el 4T 2016. Les línies discontínues representen un interval de confiança del 95%.*
Font: *CaixaBank Research.*

Els resultats presentats al paràgraf anterior són útils per obtenir una primera aproximació sobre la relació entre geopolítica i economia, però només mesuren les correlacions. En altres paraules, mostren com es mouen conjuntament les variables econòmiques i les geopolítiques, però no distingeixen la causa de l'efecte (augmenta la incertesa geopolítica per raons estrictament geopolítiques o hi ha altres variables que originen aquests canvis?). Per dur a terme una anàlisi més sofisticada, utilitzem una tècnica estadística[3] que permet quantificar l'impacte d'un *shock* d'incertesa d'origen extern, causat per motius geopolítics,

1. En concret, tornem a l'índex de riscos geopolítics de Iacovello i Caldara sobre l'índex d'incertesa política global de Baker, Bloom i Davis, i l'índex de conflictes que construïm a l'IM01/2018, i utilitzem el valor predit com la nostra variable d'incertesa geopolítica.

2. En concret, estandarditzem la sèrie de l'índex de risc geopolític i del VIX, per poder aplicar un *shock* de magnitud similar en els dos casos.
3. La tècnica és un vector autoregressiu (VAR). Detalls a les notes del segon i del tercer gràfic.

sobre l'economia al llarg del temps. Tal com veiem al segon gràfic, s'estima que un *shock* d'incertesa amb una magnitud com la del 4T 2016 genera una reducció gens menyspreable de gairebé 1 p. p. en el creixement mundial entre mig any i un any després de la seva realització.

Una qüestió rellevant per entendre el canal a través del qual opera la incertesa geopolítica global és si el seu impacte és similar als països avançats i als emergents. Com s'observa al tercer gràfic, els països emergents toleren molt pitjor que els avançats la incertesa geopolítica. En concret, en el moment culminant del *shock* geopolític (tres trimestres després de la seva realització), el creixement del PIB disminueix als emergents 1,45 vegades més que als avançats. A més a més, l'efecte sobre els països emergents és molt més persistent en el temps que als avançats. L'asimetria observada entre el bloc avançat i l'emergent podria ser deguda al fet que els països avançats compten amb un sistema institucional més madur i consolidat que els proveeix d'un matalàs més gruixut per capejar la incertesa de naturalesa geopolítica. En canvi, molts països emergents encara estan immersos en un procés de consolidació del seu entorn institucional, la qual cosa els fa més fràgils i, en conseqüència, més sensibles als vaivens geopolítics. Per tant, els països emergents haurien de fer el possible per evitar tensions que generin incertesa geopolítica.

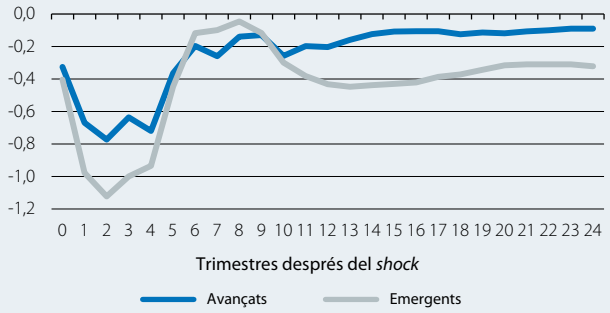
Finalment, analitzem la importància dels factors geopolítics per explicar el creixement mundial al llarg del temps. Per fer-ho estudiem el pes dels factors geopolítics globals,[4] de les condicions macrofinanceres[5] i de la volatilitat financera (VIX) per explicar la variació del creixement del PIB a nivell mundial. Dividim la mostra en tres períodes, és a dir, del 2000 al 2007 (anterior cicle expansiu), del 2008 al 2012 (crisi econòmica) i del 2012 al 2017 (recuperació).

Els resultats no deixen lloc a dubtes. Els factors geopolítics han perdut importància en relació amb el cicle expansiu anterior a la crisi econòmica del 2008 i del 2009, però continuen sent importants: entre el 2000 i el 2007, els factors geopolítics representaven el 49% de la variància explicada del creixement mundial; entre el 2008 i el 2012, el pes era, només, del 13% (les condicions macrofinanceres explicaven el 62% i reflectien l'impacte de la crisi financera), i, entre el 2013 i el 2017, el pes era d'un significatiu 30% (la volatilitat i les condicions macrofinanceres explicaven el 41% i el 29%, respectivament).

El gran poder explicatiu dels factors geopolítics entre els anys 2000 i 2007 es podria atribuir al fet que les tensions geopolítiques es van mantenir en cotes baixes (amb l'excepció del període entre el 2001 i el 2003, que coincideix amb els atemptats de l'11-S i la invasió d'Afganistan i de l'Iraq), de manera que la geopolítica va ser un factor de suport clau del creixement. D'altra banda, després de la crisi, els factors macrofinancers han adquirit més importància: els programes monetaris d'expansió quantitativa han contribuït a un descens molt important de la volatilitat[6] i les condicions financeres acomodatícies han impulsat el creixement econòmic. No obstant això, sembla que la importància dels factors geopolítics augmenta, una tendència que es podria consolidar a mesura que les condicions financeres deixin de ser tan laxes i si l'auge dels populismes es manté.

Avançats vs. emergents: resposta del creixement a un shock geopolític

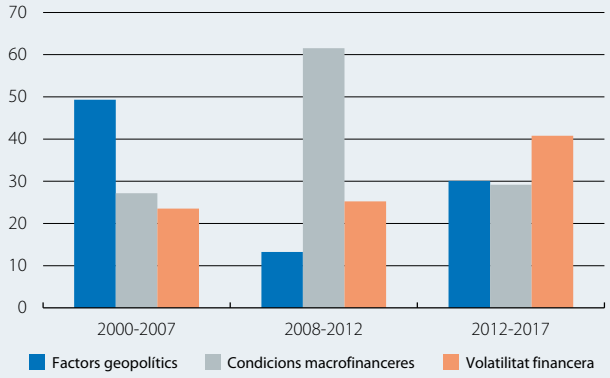
(p. p.)



Nota: *S'estima un vector autoregressiu de sisè ordre que inclou les dades trimestrals de l'índex d'incertesa geopolítica, el VIX, i el creixement mundial als països que pertanyen a l'OCDE (avançats) i als que no hi pertanyen (emergents).* Shock *d'incertesa observat en el 4T 2016.*
Font: *CaixaBank Research.*

Factors que expliquen el creixement mundial

Contribució de cada factor (% del total)



Nota: *La variància explicada del creixement mundial és del 62% entre el 2000 i el 2007; del 72% entre el 2008 i el 2012, i del 74% entre el 2013 i el 2017.*
Font: *CaixaBank Research.*

4. Incloem l'índex d'incertesa geopolítica global, l'índex de riscos de Iacovello i Caldara i l'índex de conflictes de CaixaBank Research.
5. Incloem l'índex de condicions financeres de la Reserva Federal de Chicago, l'S&P 500 i l'índex MSCI dels mercats emergents.
6. Vegeu el Focus «Volatilitat financera i incertesa política: qui va dir por?», a l'IM09/2017.

FOCUS · **Perspectives econòmiques de Rússia: *politics (not business) as usual***

Les eleccions presidencials de Rússia del proper 18 de març se saldaran, atès l'avantatge aclaparant que suggereixen les enquestes, amb la victòria de Vladimir Putin. En aquest context, és obligat preguntar-se què cal esperar en matèria de creixement econòmic de la que serà la seva quarta presidència (2018-2022). La resposta ràpida és «poc creixement». Les previsions apunten a una acceleració moderada del ritme d'activitat, que passarà de l'1,5% estimat del 2017 a situar-se a la zona del 2% el 2018 i el 2019. Les projeccions a mitjà termini mostren que l'avanç del PIB rus serà el menor dels emergents de referència en el període 2017-2027. Què explica aquest baix creixement?

Els factors essencials que llasten l'economia russa són tres: la dependència de les primeres matèries, el declivi demogràfic i una qualitat institucional millorable. La primera qüestió pot cridar l'atenció, ja que la majoria d'analistes treballen amb previsions del preu del petroli moderadament alcistes per als anys de la propera presidència. No obstant això, aquí la paraula clau és «moderadament», ja que es tracta d'una alça que quedarà molt lluny de l'exuberància de la primera meitat de la dècada dels 2000. I si a això hi afegim que, segons el consens dels analistes, el gas natural experimentarà caigudes de preu en els propers anys, el panorama es torna poc propici per a Rússia, atès que aquests dos productes representen el 60% de les seves exportacions i el 35% dels seus ingressos fiscals.

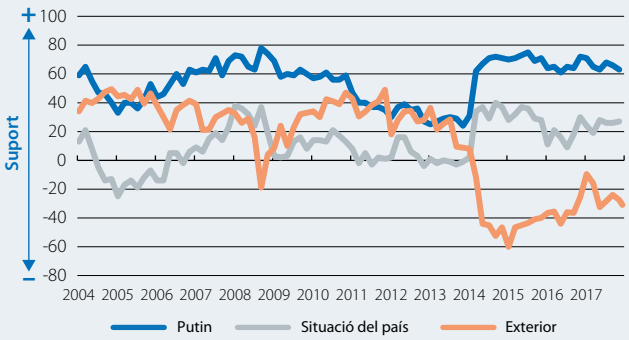
La demografia és el segon llast que afrontarà l'economia russa. Malgrat que, en aparença, la disminució de la població no és extraordinària (el 2022, el nombre d'habitants serà el 0,4% inferior a l'actual, unes 500.000 persones), la caiguda de la població en edat de treballar sí que és substancial, ja que es reduirà, segons certes projeccions, el 7% durant la propera presidència (uns cinc milions de treballadors menys).

Finalment, la qualitat de l'entorn institucional per desenvolupar l'activitat productiva continua oferint resultats poc satisfactoris. Així, segons l'informe de competitivitat del Fòrum Econòmic Mundial, mentre que Rússia és la 38a (de 137) economia més competitiva, les seves institucions ocupen, només, la posició 83. A més a més, algunes de les variables institucionals més importants per a la protecció de les inversions, com la defensa dels drets de propietat o la independència judicial, situades en les posicions 116 i 90 (de 137), queden molt lluny de ser acceptables.

En aquest context, una resposta lògica de la política econòmica seria promoure reformes estructurals profundes. Però ni ha estat l'orientació seguida en l'última presidència de Putin, en què el gir va ser més aviat cap a més intervencionisme, més pes del sector públic en l'economia i menys llibertat de mercat, ni sembla que pugui ser una

Rússia: nivells d'aprovació *

(%)



Nota: ** El percentatge net d'aprovació es calcula com la diferència entre el percentatge de ciutadans que aproven Putin/la situació del país/la situació exterior i el percentatge dels qui ho desaproven. El percentatge net d'aprovació de l'exterior es calcula com la mitjana del percentatge net d'aprovació als EUA i a la UE.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Yuri Levada Analytical Center.*

prioritat en l'agenda política futura. Per entendre bé aquesta opció, cal fer un esforç per aproximar-se a la forma com s'entén l'activitat econòmica i la seva relació amb la gestió política a Rússia. Si, a les democràcies liberals, acostuma a tenir un pes important promoure el màxim benestar econòmic, a Rússia, *de facto*, l'economia és concebuda, tradicionalment, com un instrument per a la construcció política. Així, sempre que el nivell de prosperitat sigui acceptable (i aquí els nivells de tolerància amb el que, a Occident, seria percebut com una certa carestia de vida són majors), els recursos econòmics s'utilitzen per construir el projecte polític de Rússia.

Aquesta realitat és ben tangible en la política exterior russa, un àmbit en què el món té especial interès, ja que forma part de l'ampli calaix de sastre batejat com riscos geopolítics globals. Doncs bé, la política exterior russa s'ha caracteritzat, en l'última dècada, per ser fortament proactiva, caracterització que inclou l'ús d'instruments diplomàtics convencionals, però també el recurs a l'ús de mitjans econòmics per perseguir finalitats polítiques o, fins i tot, la participació militar en diferents conflictes bèl·lics. La màxima expressió del compromís amb aquest enfocament exterior és que, malgrat la forta recessió del 2015-2016, la despesa militar ha augmentat sense parar i ha passat del 3,4% del PIB del 2011 al 5,4% del 2016, malgrat les sancions imposades pels EUA i per la UE.

Atès que aquesta proactivitat de la política exterior rep un fort aval dels ciutadans russos, el 87% dels quals consideren que l'orientació exterior de l'actual president és correcta, aquesta supeditació de l'activitat econòmica a la gestió política no és probable que canviï en els propers anys. Això explica que la paraula clau sigui «continuïtat». O, com dèiem al títol, *politics as usual*.

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	4T 2017	01/18
Activitat								
PIB real	2,9	1,5	1,8	2,0	2,2	2,3	2,5	–
Vendes al detall (sense cotxes ni benzina)	4,3	3,7	3,4	4,0	2,9	2,8	2,2	3,7
Confiança del consumidor *(valor)*	98,0	99,8	107,8	117,5	118,1	120,3	126,0	124,3
Producció industrial	–0,7	–1,2	–0,1	0,6	2,1	1,7	3,5	3,7
Índex activitat manufacturera (ISM) *(valor)*	51,4	51,4	53,3	57,0	55,8	58,6	58,7	59,1
Habitatges iniciats *(milers)*	1.107	1.177	1.248	1.238	1.167	1.172	1.256	1.326
Case-Shiller preu habitatge 2a mà *(valor)*	179	189	192	197	199	200	204	...
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	60,1	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	2,1	2,1
Preus de consum subjacent	1,8	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	1,8	1,8

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	4T 2017	01/18
Activitat								
PIB real	1,4	0,9	1,5	1,3	1,7	2,1	1,6	–
Confiança del consumidor *(valor)*	41,3	41,7	42,2	43,4	43,4	43,7	44,7	44,7
Producció industrial	–1,2	–0,2	2,8	3,9	5,8	4,6	4,5	1,0
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	...
Balança comercial [1] *(% PIB)*	–0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,8
Preus								
Preus de consum	0,8	–0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	1,3
Preus de consum subjacent	1,4	0,6	0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4

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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18
Activitat							
PIB real	6,9	6,7	6,9	6,9	6,8	6,8	–
Vendes al detall	10,7	10,4	10,0	10,8	10,3	9,9	...
Producció industrial	6,1	6,0	6,8	6,9	6,3	6,2	...
PMI manufactures (oficial) *(valor)*	49,9	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,3
Sector exterior							
Balança comercial [1] *(valor)*	608	512	466	458	435	435	405
Exportacions	–2,3	–8,4	7,8	9,0	6,9	10,1	10,3
Importacions	–14,2	–5,7	23,9	14,3	14,7	13,2	36,9
Preus							
Preus de consum	1,4	2,0	1,4	1,4	1,6	1,8	1,5
Tipus d'interès de referència [2] *(valor)*	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi per dòlar *(valor)*	6,3	6,6	6,9	6,9	6,7	6,6	6,4

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 · Es confirma el bon moment cíclic de la zona de l'euro

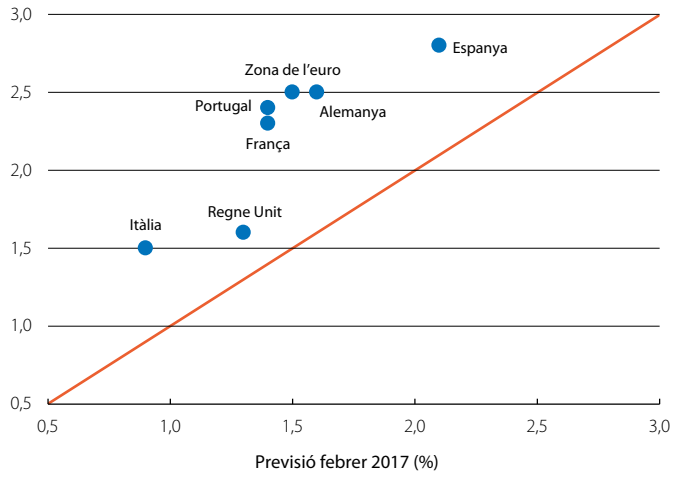
Milloren les perspectives de creixement de la zona de l'euro. Després de superar un complicat 2017, la zona de l'euro comença el 2018 amb bon peu. Així ho suggereixen les dades de creixement del PIB del 4T 2017 i els primers indicadors d'activitat de l'any, i així es pot veure també en una comparativa de les prediccions de creixement per al 2018 fetes al febrer en relació amb les mateixes prediccions realitzades al febrer de l'any passat. Per bé que hi ha factors de risc que poden enfosquir les perspectives macroeconòmiques de la zona de l'euro a mitjà termini, preveiem que, a curt termini, l'àrea té marge per sostenir un ritme elevat de creixement de l'activitat. Això és degut a diversos factors, entre els quals incloem la forta embranzida de l'economia global, una política monetària acomodatícia i el bon clima de confiança, que afavoreix la creació de llocs de treball. Per aquest motiu, des de CaixaBank Research, hem revisat a l'alça les previsions de creixement de la zona de l'euro en 0,3 p. p., tant el 2018, fins al 2,5%, com el 2019, fins al 2,0%.

El factor polític com a font d'incertesa econòmica es modera. Tot i que els focus d'atenció estan posats en les properes eleccions italianes del 4 de març, les enquestes continuen pronosticant un parlament fragmentat. Això, d'una banda, limita la capacitat del Govern resultant per implementar reformes profundes, però, de l'altra, també conté els riscos derivats d'un possible Govern populista/euroescèptic. Cal matisar que diversos estudis suggereixen que la nova llei electoral (Rosatellum) podria derivar en un parlament menys fragmentat del que les enquestes suggereixen. No obstant això, tal com apunten aquests mateixos estudis, els partits que podrien sortir més beneficiats són els de centredreta, els programes electorals dels quals comporten un risc limitat de cara al projecte de construcció europea a curt termini. A Alemanya, els conservadors i els socialdemòcrates (SPD) han assolit un acord de Govern, el qual encara ha de ser ratificat pels membres de l'SPD el mateix dia que les eleccions italianes, el 4 de març. L'acord contempla més despesa pública en polítiques socials, en educació i en infraestructures, així com un impuls més intens al projecte d'integració europea (mitjançant un increment de la contribució neta d'Alemanya al pressupost i el suport a la creació d'un fons monetari europeu). Finalment, el Regne Unit i la zona de l'euro continuen negociant per assolir un acord sobre un període de transició. L'escull més important és la petició per part de la UE que, malgrat que el Regne Unit hagi de sortir de tots els cossos legislatius de la UE durant aquest període, haurà de continuar aplicant tota la regulació europea que es legisli durant la transició. Preveiem que, tot i que hi ha riscos, l'acord s'assolirà al final de març per ser ratificat en la reunió del Consell d'Europa. Això permetria que els dos blocs iniciïn les negociacions sobre la futura relació comercial.

Es constata el bon *momentum* de la zona de l'euro del final de l'any. Tal com hem esmentat més amunt, les dades de creixement del PIB del 4T 2017 mostren una dinàmica favorable de creixement, amb una inèrcia que, pel que sembla, es traslladarà a la primera meitat del 2018. Per països, destaquen els avanços d'Alemaya i de França, que, en el 4T, van créixer el 2,9% i el 2,4%

Zona de l'euro: previsió de creixement per al 2018

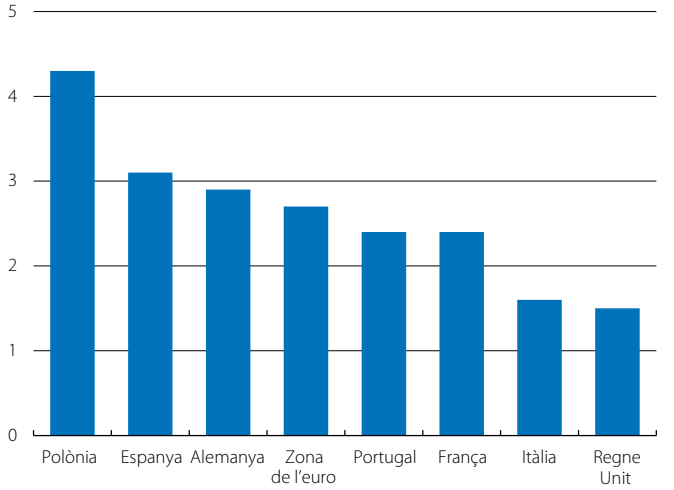
Previsió febrer 2018 (%)



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades pròpies i de Consensus Economics.*

Unió Europea: PIB del 4T 2017

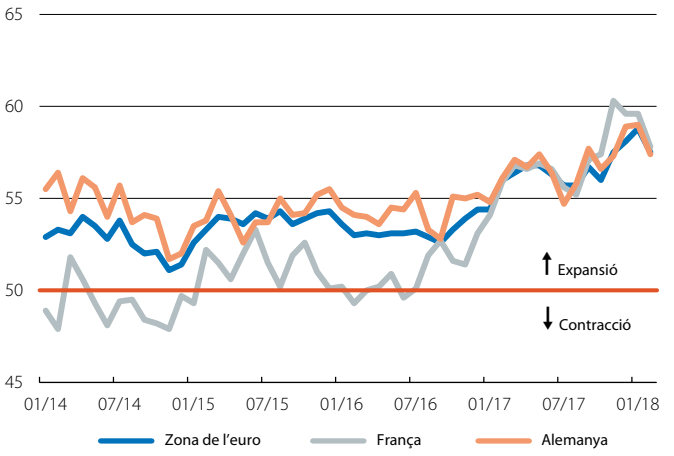
Variació interanual (%)



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

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

Nivell



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

interanual, les taxes més elevades del 2017, quan van situar el còmput global de l'any en el 2,5% i en l'1,9%, respectivament. Fins i tot Itàlia, malgrat mantenir-se endarrerida en relació amb la resta de la zona de l'euro, va créixer l'1,6% interanual en el 4T i va situar el total de l'any en l'1,5%, el registre més alt des del 2010. Fora de la zona de l'euro, els països de l'est, amb un creixement interanual en el 4T del 4,8% a Hongria i del 4,3% a Polònia, van mantenir la fermesa mostrada en els trimestres anteriors. Per la seva banda, atès el context d'elevat creixement al conjunt de la UE, va destacar el pobre resultat del Regne Unit, on l'economia, que només va créixer l'1,5% interanual en el 4T, continua patint els efectes de l'impacte de la incertesa de les negociacions sobre el *brexit*.

Els indicadors d'activitat mantenen cotes elevades i suggereixen, tal com s'ha comentat, que el ritme d'activitat del començament de l'any es manté elevat. Així, l'índex de producció industrial es va disparar i va créixer el 5,2% interanual al desembre, arran d'un fort creixement en la producció de béns de capital i de béns duradors. Per la seva banda, l'índex de sentiment empresarial per al conjunt de la zona de l'euro va marcar un registre de 57,5 punts al gener del 2018. Malgrat tractar-se d'un descens petit en relació amb el mes anterior (58,8 punts), la dada se situa per damunt de la mitjana de la segona meitat del 2017 (56,6 punts) i en zona clarament expansiva (per damunt dels 50 punts).

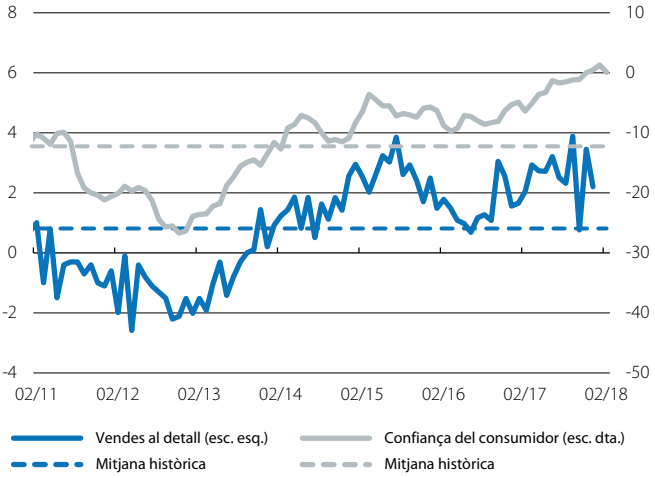
Bones perspectives per a la demanda. Els consumidors es continuen beneficiant d'una política monetària molt acomodatícia i d'un mercat laboral que continua generant ocupació i que ha reduït la taxa d'atur en 1,0 p. p. al llarg del 2017, fins a situar-se en el 8,7% al desembre. En aquest context, la confiança es manté elevada, la qual cosa afavoreix el creixement del consum privat. Una mostra d'això és el registre que va marcar l'índex de confiança del consumidor al febrer, quan es va situar en els 0,1 punts, 2,5 punts per damunt de la mitjana del 2017. Així mateix, les vendes al detall van créixer el 2,2% interanual al desembre, una taxa similar a la mitjana del 2017.

La inflació es manté continguda. Al febrer, la inflació de la zona de l'euro va caure 1 dècima en relació amb el mes anterior i es va situar en l'1,2%. Aquest registre s'explica, principalment, pel descens del component dels aliments no elaborats. Per la seva banda, la inflació subjacent va mantenir el mateix registre del gener, de l'1,2%. Malgrat que aquestes taxes de creixement dels preus són moderades, atès el repunt de l'activitat, cal destacar que encara subsisteix un grau significatiu de folgança al mercat laboral que limita les pressions sobre el creixement dels salaris i, per tant, dels preus. Així, descomptant el cas d'Alemanya, on el mercat laboral ha experimentat canvis estructurals que han comportat una caiguda molt significativa de la taxa d'atur, la corba de Phillips combinada de França, Itàlia, Espanya i Portugal mostra que, el 2017, la corba se situa en un nivell semblant al del 2010 i presenta encara un ampli recorregut abans que augmentin les pressions inflacionistes. En aquest sentit, des de CaixaBank Research, preveiem que el mercat laboral es començarà a endinsar en una fase més madura del cicle al final del 2018, i, de llavors ençà, la inflació es recuperarà de forma gradual fins a situar-se al voltant de l'1,8% el 2019.

Un creixement més equilibrat. El ritme més intens de creixement de la zona de l'euro ha estat compatible amb el manteni-

Zona de l'euro: indicadors de consum

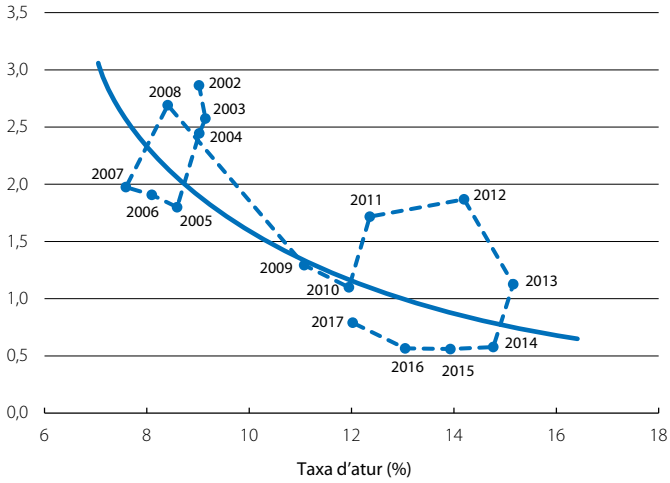
Variació interanual (%) *Nivell*



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

Corba de Phillips: França, Itàlia, Espanya i Portugal

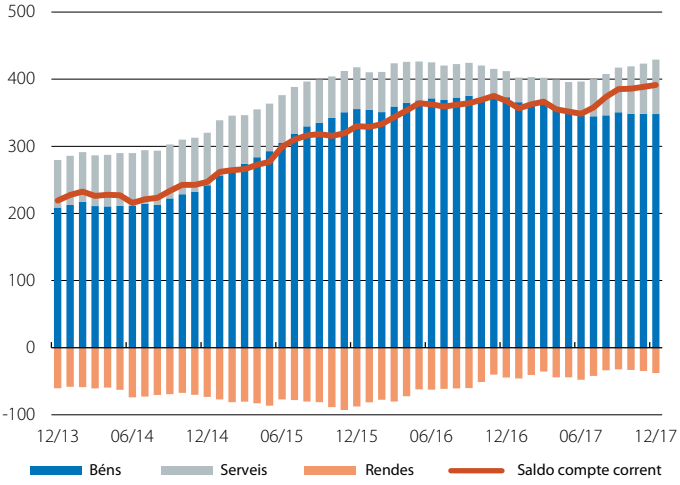
Inflació subjacent (%)



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

Zona de l'euro: compte corrent

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



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

ment d'un saldo positiu en la balança per compte corrent. Així, el 2017, la zona de l'euro va presentar un superàvit del 3,5% del PIB, 1 dècima per damunt del registre del 2016, arran d'un major saldo en les balances de serveis i de rendes, que han compensat amb escreix el deteriorament de la balança de béns. En un context de fort creixement del consum privat, aquesta dada confirma els guanys de competitivitat que s'han produït a la zona de l'euro en els últims anys.

PORTUGAL

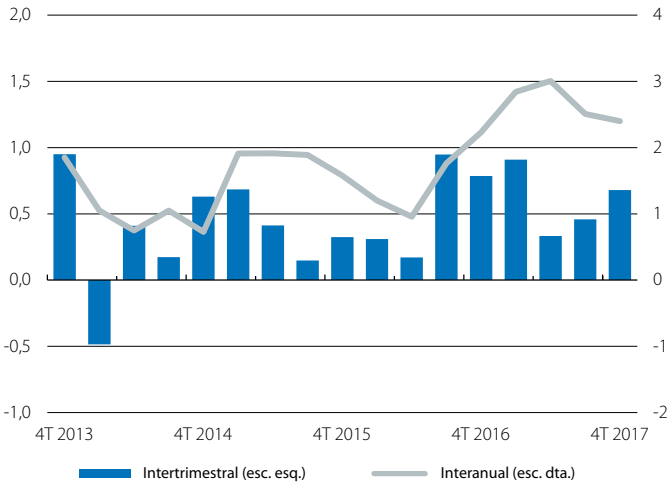
Les dades del final de l'any auguren un bon 2018. L'economia lusitana va mantenir un ritme sòlid de creixement en el 4T 2017, amb un avanç interanual del 2,4%, la qual cosa va situar el còmput total del 2017 en el 2,7%, la taxa de creixement més alta des de l'any 2000. De cara als propers anys, CaixaBank Research preveu un creixement del 2,4% el 2018 i del 2,3% el 2019, registres que incorporen una revisió a l'alça de 0,1 p. p. en els dos casos. Aquestes previsions es basen, d'una banda, en factors externs, com el bon moment que travessa l'economia global, i la zona de l'euro en particular. Pel que fa als factors domèstics, destaca el dinamisme de les exportacions, derivat, en part, de la nova planta de fabricació d'automòbils de Volkswagen i del bon funcionament del sector turístic, acompanyat, tot plegat, d'un clima d'elevada confiança que es beneficia de l'alt ritme de creació d'ocupació i que continuarà esperonant el creixement del consum privat. Així mateix, preveiem que el bon moment cíclic i la caiguda recent de la prima de risc (que, al gener, va caure 20 p. b., fins al voltant dels 130 p. b., nivell en què s'ha mantingut durant el mes de febrer) donaran marge al Govern per incrementar la despesa pública sense que això repercuteixi de manera negativa sobre els objectius de dèficit fiscal. A més a més, esperem que aquest major creixement serà compatible amb el manteniment d'un saldo positiu en la balança del compte corrent.

Es manté la senda a la baixa del deute públic. Després d'oscil·lar diversos anys al voltant del 130% del PIB, el deute públic de Portugal va caure al desembre del 2017 en 4,2 p. p. en relació amb el mateix mes de l'any anterior, fins a situar-se en el 125,9% del PIB. Això ha estat possible gràcies al major esforç fiscal, a l'acceleració del creixement i, tal com ja hem comentat, a la caiguda de la prima de risc sobirana. De cara als propers trimestres, preveiem que el deute continuarà caient, gràcies al major ritme de creixement del PIB, i se situarà al voltant del 123,2% del PIB al final del 2018, 1 p. p. per sota de l'objectiu establert per la Comissió Europea (el 124,2%).

La inflació sorprèn a la baixa. Al gener, la inflació va caure més del que s'esperava i es va situar en l'1,1%, arran d'una campanya agressiva de rebaixes i de l'impacte de l'apreciació de l'euro sobre el component energètic de la cistella. En conseqüència, hem revisat les perspectives d'inflació per a enguany lleugerament a la baixa, fins a l'1,5%. No obstant això, l'elevat ritme de creixement de l'ocupació (variació interanual del 3,7% al desembre) redueix el grau de folgança que subsisteix al mercat laboral, de manera que esperem que el creixement dels salaris també es vagi recuperant de forma gradual i que, en última instància, això doni suport a la recuperació de la inflació durant la segona meitat del 2018 i al llarg del 2019.

Portugal: PIB

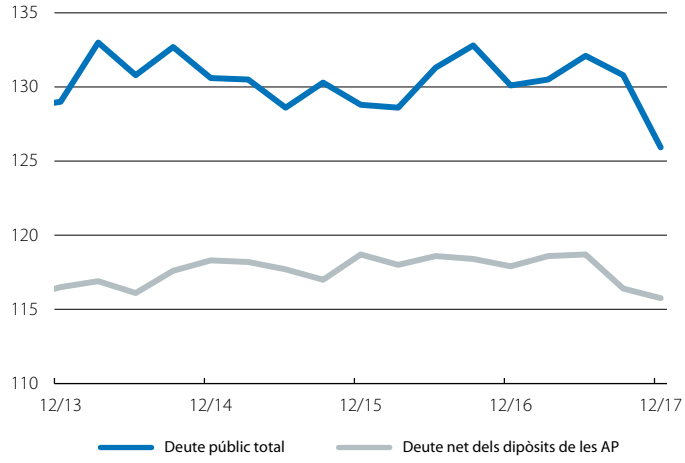
Variació (%) *Variació (%)*



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

Portugal: deute públic *

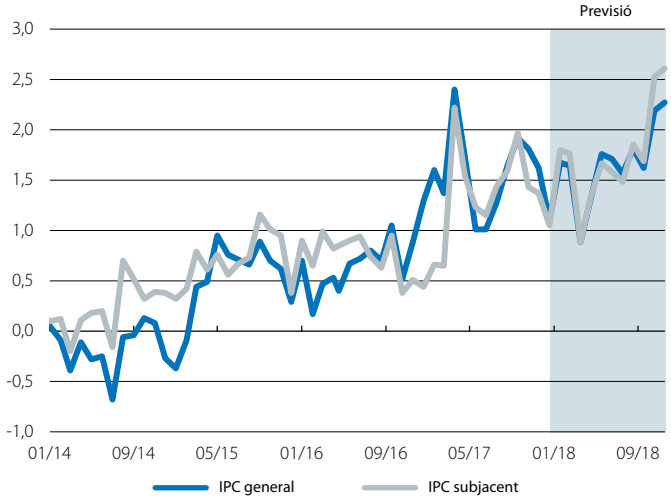
(% del PIB)



Nota: ** Deute públic segons el criteri de Maastricht.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc de Portugal.*

Portugal: IPC harmonitzat

Variació interanual (%)



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

FOCUS · Sector immobiliari portuguès: un mercat, molts matisos

L'expansió del mercat immobiliari portuguès es consolida. Així ho reflecteix l'evolució dels preus de l'habitatge, que mantenen la senda alcista iniciada el 2014 i que, al final del 2017, van assolir un augment acumulat proper al 16,0% en quatre anys.[1] Així mateix, l'evolució de les compravendes d'habitatge també és molt positiva, amb creixements del 22% interanual de mitjana des de l'inici del 2015. Aquest major vigor de l'activitat del sector s'observa de manera generalitzada a totes les regions portugueses i s'explica per l'existència d'uns factors de base, comuns a tot el territori, que impulsen la demanda d'habitatge a nivell agregat. Entre aquests factors, destaquen l'augment de la renda disponible de les llars, la major confiança dels consumidors –arran de la recuperació econòmica i de la bona marxa del mercat laboral– i la millora de les condicions creditícies, propiciades per la política monetària del BCE i per la reestructuració del sector bancari portuguès.

No obstant això, l'expansió del sector és especialment intensa en algunes zones. Com ho mostra el mapa adjunt, l'Algarve i les àrees metropolitanes de Lisboa i de Porto destaquen en exhibir uns preus de l'habitatge elevats en comparació amb la resta de regions, en especial les de l'interior del país. Així mateix, aquestes tres regions han acumulat forts augments en els preus de l'habitatge des del 2015 (superiors al 5,0% anual de mitjana)[2] i concentren una gran part del volum de contractes de compravenda d'habitatges.[3]

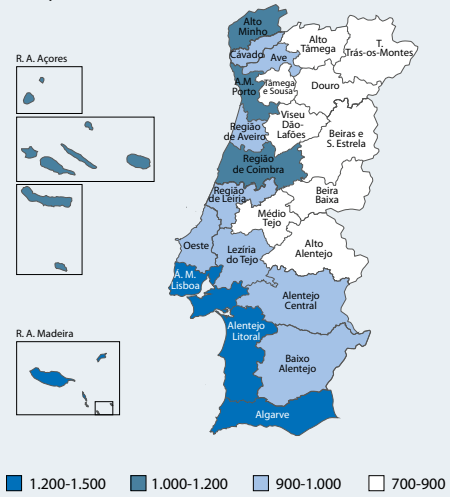
Entre els factors de caràcter més local que pressionen a l'alça la demanda d'habitatge en aquestes zones destaca la compra d'habitatge per part d'inversors per satisfer la demanda creixent d'allotjament turístic. Com ho mostra el segon gràfic, les regions que concentren una major demanda turística –mesurada pel nombre de pernoctacions en allotjaments turístics–[4] són les que presenten uns preus de l'habitatge més alts i on aquests preus augmenten a un ritme més intens. En aquest sentit, l'Algarve i l'àrea metropolitana de Lisboa són els dos principals focus turístics del país, ja que concentren gairebé el 60% del total de pernoctacions de turistes i una bona part de l'augment de la demanda turística des del 2014.

Paral·lelament, la compra d'habitatge per part d'estrangers també incideix en el mercat immobiliari d'aquestes regions. En bona part, aquest increment de la demanda és degut a la introducció de dos programes orientats a atreure professionals i inversors. En particular, el 2009, va entrar en vigor un tractament fiscal especial per a residents europeus «no habituals» i, el 2012, un permís de residència, conegut com Golden Visa, per a ciutadans de fora de la UE que inverteixin una certa quantitat a Portugal, inclosa la compra d'habitatge.[5]

1. Valor de taxació.
2. En termes nominals.
3. El 62% del total el 2017, mentre que el seu pes en la població és del 48%.
4. Hotels, hotel apartaments, B&B, apartaments turístics i altres.
5. Des de l'octubre del 2012, sota aquest programa, s'han concedit 5.717 permisos de residència i s'han invertit 3.176 milions d'euros en la compra de propietats immobiliàries.

Portugal: preu mitjà de l'habitatge

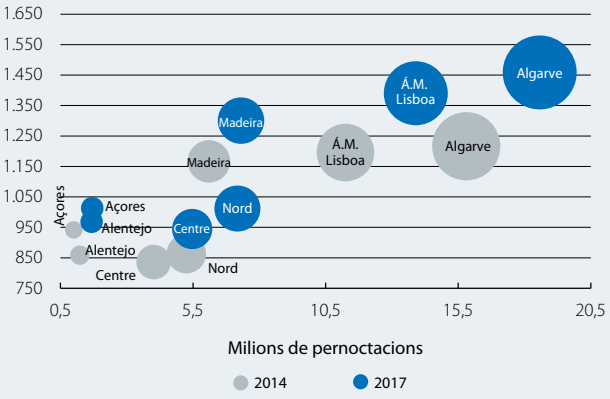
(Euros / m²)



Nota: *El preu correspon al valor mitjà de taxació bancària.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.*

Portugal: preu de l'habitatge i demanda turística (comparativa 2014-2017)

Preu mitjà de taxació (€ per m²)



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

Finalment, alguns factors d'oferta també són rellevants per explicar l'evolució del sector a les zones que presenten una demanda d'habitatge més robusta. En concret, malgrat que la inversió en habitatge es va començar a recuperar el 2015, la construcció d'habitatge d'obra nova no és suficient per satisfer el ràpid augment de la demanda. De fet, tot i que la concessió de visats d'obra s'ha doblat des del 2014, els nivells actuals de visats es mantenen molt per sota dels observats abans de la crisi financera, la qual cosa fa entreveure que la bretxa entre oferta i demanda es mantindrà en els propers anys.[6]

6. En concret, gairebé el 79% per sota dels nivells del 2007.

FOCUS · El salari mínim a la UE, més enllà de la polèmica

La fixació d'un salari mínim és una política molt estesa a la UE: 22 països l'apliquen.[1] No obstant això, no està exempta de controvèrsia. En general, la fixació d'un salari mínim busca protegir els treballadors menys qualificats i/o amb menys experiència laboral, però, en funció del nivell en què se situï, pot tenir efectes negatius sobre l'ocupació.

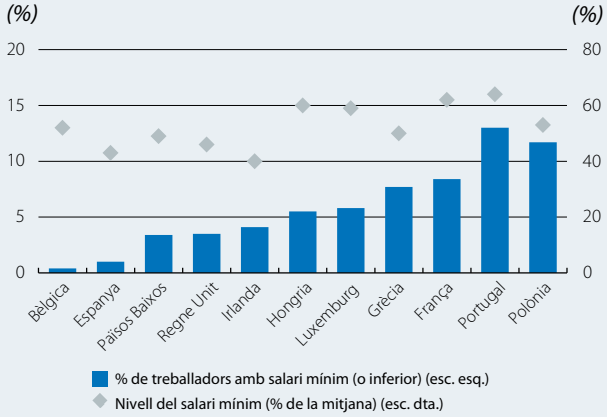
Entrant en una mica més de detall, en un mercat laboral competitiu, el salari sol reflectir la productivitat dels treballadors: com més elevada és la productivitat d'un treballador, el salari també sol augmentar. Així, la fixació d'un salari mínim relativament elevat pot incentivar l'automatització dels processos productius i dificultar l'accés al mercat laboral dels treballadors menys productius, que solen ser els que tenen menys formació i/o menys experiència laboral. Però també es pot donar el cas que alguns treballadors acceptin un treball amb un salari inferior al que els correspondria pel que aporten a l'empresa. Això pot succeir, per exemple, si perceben que els és difícil canviar de feina. En aquest cas, un salari mínim podria ajudar els treballadors amb salaris més baixos que es troben en aquesta situació. De tota manera, com més elevat és el salari mínim, més elevat és l'efecte negatiu comentat inicialment i, en general, l'efecte positiu sol ser menor.

Quin és el salari mínim en què els beneficis són més elevats que els potencials costos que pot comportar? Després de diverses dècades d'intens debat al món acadèmic, els economistes encara no han arribat a un consens.[2] En general, en els nivells en què se situa actualment el salari mínim a la majoria de països desenvolupats, l'evidència empírica palesa que l'impacte negatiu és moderat en termes agregats. De tota manera, diversos estudis també mostren que l'impacte és més intens per a alguns col·lectius específics, com els joves o els treballadors poc qualificats, que són, precisament, els col·lectius que es vol protegir.

Per minimitzar aquest impacte negatiu, el procés de decisió del nivell on fixar el salari mínim és rellevant. Entre els països de la UE, el mecanisme de fixació és variat: alguns governs l'estableixen directament mitjançant legislació i uns altres utilitzen un procés de negociació amb els agents socials. Però és important que el mecanisme sigui, a més de transparent, rigorós. En aquest sentit, és il·lustratiu que en països com el Regne Unit, Irlanda i Alemanya, on la introducció del salari mínim és recent, una comissió d'experts independents avaluï de manera detallada l'impacte del salari mínim sobre l'ocupació i ofereixi una recomanació vinculant al Govern. A més a més, una part de la seva recomanació sol incloure la fixació de nivells més baixos de salari mínim per als col·lectius que podrien ser més perjudicats per un salari mínim més elevat, com els joves sense experiència laboral.

Sigui com sigui, en intentar minimitzar l'impacte negatiu sobre l'ocupació, el salari mínim se sol acabar fixant en nivells relativament baixos, de manera que acaba tenint un paper limitat a l'hora de millorar les condicions dels treballadors amb ingressos més baixos. Per protegir aquests treballadors, per tant, és útil tenir en compte altres línies d'actuació. En primer lloc, naturalment, la millora de la formació i de l'ocupabilitat. Aquestes polítiques sí que generen un ampli consens entre els economistes. A més a més, també se sol actuar sobre la pressió tributària dels col·lectius més desfavorits. En aquest sentit, un instrument que permet incrementar els ingressos d'aquests treballadors és la introducció d'un complement salarial, com el *Working Tax Credit* del Regne Unit, que no té un impacte negatiu directe sobre l'ocupació i que es pot focalitzar en els col·lectius més desfavorits, la qual cosa fa que sigui més eficaç.[3] Finalment, per millorar les condicions de les persones amb ingressos més baixos, incloses les que no troben feina, també es planteja l'ús de prestacions condicionals, com la renda mínima, que poden ser útils si es dissenyen i s'implementen de forma adequada (vegeu el Focus «La renda mínima a debat davant un mercat laboral en transformació», a l'IM01/2018).

Salari mínim: nivell relatiu i percentatge de treballadors que el perceben *



Nota: ** El percentatge de treballadors correspon a la proporció que rep menys del 105% del salari mínim legal. El nivell de salari mínim és expressat com a percentatge del salari mitjà.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat (EU Structure of Earnings Survey, 2014).*

1. Àustria, Xipre, Itàlia, Dinamarca, Finlàndia i Suècia no disposen de salari mínim, tot i que una gran part dels treballadors estan coberts pels acords salarials establerts en la negociació col·lectiva.
2. Contribucions recents són Neumark, D. (2015), «The Effects of Minimum Wages on Employment», FRBSF Economic Letter, 2015-37, i Dube, A. (2010), «Minimum Wage Effects Across State Borders», Review of Economics and Statistics, vol. 92-4.
3. Vegeu l'article «L'ús d'incentius fiscals per incrementar la participació laboral», al Dossier de l'IM09/2013.

PRINCIPALS INDICADORS

Indicadors d'activitat i ocupació

Valors, llevat que s'indiqui el contrari

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	12/17	01/18	02/18
Vendes al detall *(variació interanual)*	2,7	1,5	2,2	2,9	3,0	2,1	1,9	...	...
Producció industrial *(variació interanual)*	2,1	1,5	1,3	2,7	3,7	4,3	5,2	...	...
Confiança del consumidor	–6,2	–7,8	–5,5	–2,7	–1,5	–0,2	0,5	1,4	0,1
Sentiment econòmic	103,6	104,3	107,5	109,5	111,5	114,3	115,3	114,9	114,1
PMI manufactures	52,2	52,5	55,6	57,0	57,4	59,7	60,6	59,6	58,5
PMI serveis	54,0	53,1	55,1	56,0	55,3	55,9	56,5	58,0	56,7
Mercat de treball									
Ocupació (persones) *(variació interanual)*	1,0	1,3	1,6	1,6	1,7	...	–	–	...
Taxa d'atur: zona de l'euro *(% pobl. activa)*	10,9	10,0	9,5	9,1	9,0	8,7	8,6	8,6	...
Alemanya *(% pobl. activa)*	4,6	4,2	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,6	...
França *(% pobl. activa)*	10,4	10,0	9,6	9,5	9,5	9,1	9,0	9,0	...
Itàlia *(% pobl. activa)*	11,9	11,7	11,6	11,2	11,2	11,0	10,9	11,1	...
Espanya *(% pobl. activa)*	22,1	19,6	18,2	17,3	16,8	16,6	16,4	16,3	...

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	3T 2017	10/17	11/17	12/17	01/18
Saldo corrent: zona de l'euro	**3,4**	**3,7**	**3,7**	**3,5**	**3,8**	**3,8**	**3,8**	**3,8**	**...**
Alemanya	8,5	8,3	8,3	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	...
França	–0,4	–0,9	–1,1	–1,2	–0,9	–0,9	–1,1	–1,2	...
Itàlia	1,5	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	...
Espanya	1,1	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,7	1,7	...
Tipus de canvi efectiu nominal[1] *(valor)*	**91,7**	**94,3**	**93,7**	**95,2**	**98,5**	**98,6**	**98,5**	**98,8**	**99,4**

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	3T 2017	4T 2017	12/17	01/18
Finançament del sector privat								
Crèdit a les societats no financeres[1]	**–0,3**	**1,8**	**2,2**	**2,3**	**2,4**	**3,0**	**3,1**	**3,4**
Crèdit a les llars[1, 2]	0,7	1,7	2,3	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9
Tipus d'interès de crèdit a les societats no financeres[3] *(%)*	1,6	1,4	1,3	1,3	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	1,7	1,7	...
Dipòsits								
Dipòsits a la vista	11,1	10,0	9,5	10,3	10,7	10,1	9,7	9,9
Altres dipòsits a curt termini	–3,8	–1,9	–2,4	–2,9	–3,1	–2,5	–2,1	–1,9
Instruments negociables	2,6	2,7	5,7	0,6	–0,6	–2,2	–4,3	–6,6
Tipus d'interès dels dipòsits fins a 1 any de les llars *(%)*	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	...

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 · Creixement robust de l'economia espanyola

Perspectives favorables per al 2018. Després de mantenir taxes de creixement superiors al 3% durant tres anys consecutius, l'economia espanyola continua mantenint un ritme de creixement sòlid. A més a més, tot sembla indicar que aquest ritme elevat de creixement es mantindrà en els propers trimestres. Diversos elements conviden a l'optimisme. En l'àmbit extern, destaca la solidesa prevista per a les economies de la zona de l'euro (que s'espera que creixin el 2,5% enguany). Això hauria de permetre que les exportacions continuïn avançant a bon ritme. En la mateixa línia, la disminució de la prima de risc espanyola també és un suport addicional per a l'economia espanyola. En l'àmbit domèstic, destaca el bon ritme previst en la creació d'ocupació, un element imprescindible perquè el consum de les llars es mantingui com un dels puntals del cicle expansiu actual. En aquest context, i després del robust avanç de l'activitat el 2017 (el 3,1%), la previsió de CaixaBank Research contempla un creixement del PIB del 2,8% per al conjunt del 2018, una xifra clarament superior a la mitjana de les economies avançades.

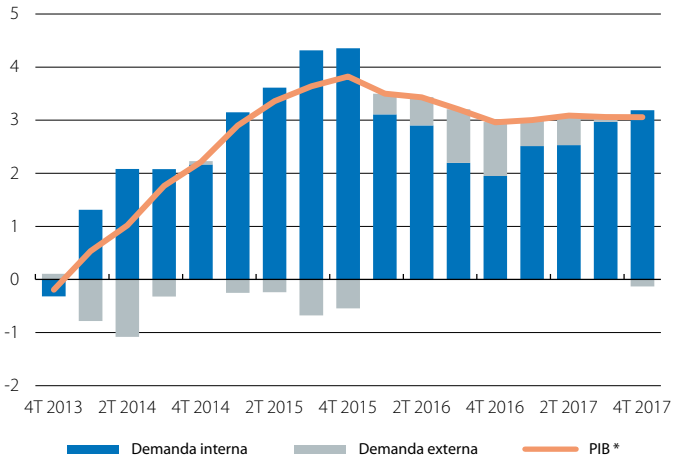
La demanda interna lidera el creixement. Les dades de comptabilitat nacional confirmen que l'economia espanyola va mantenir un sòlid ritme de creixement en el 4T (el 0,7% intertrimestral), gràcies a la contribució de la demanda interna, de 0,6 p. p. (0,8 p. p. en el 3T), amb el consum i la inversió com a principals suports. De cara al 2018, el consum continuarà liderant el creixement, esperonat per la creació d'ocupació i pel manteniment d'unes condicions favorables d'accés al crèdit. De fet, la primera informació disponible del 2018 corrobora aquesta tendència. En els dos primers mesos de l'any, la confiança del consumidor va recuperar el terreny positiu i es va situar en una mitjana de 0,9 punts, netament per damunt dels –0,7 punts registrats, de mitjana, el 2017.

La demanda externa recupera el protagonisme i compensa la lleugera desacceleració de la demanda interna. De fet, la demanda externa neta va tenir una aportació al creixement de 0,1 p. p. en el 4T (–0,1 p. p. en el 3T). Sens dubte, el favorable entorn global ha beneficiat les exportacions, que han augmentat el 5,0% en el conjunt de l'any en termes reals. En aquest 2018, els guanys rellevants de competitivitat experimentats en els últims anys i la fortalesa econòmica dels països de la zona de l'euro (destinació del 51,5% de les exportacions espanyoles) mantindran el dinamisme de les exportacions. Això, juntament amb un creixement contingut de les importacions, permetrà mantenir la contribució del sector exterior al creixement del PIB en cotes similars a les registrades en l'últim tram del 2017.

L'activitat econòmica es mostra robusta al començament de l'any. Els primers indicadors avançats confirmen que el bon ritme de creixement de l'activitat econòmica continua en el 1T de l'any. En particular, els índexs de sentiment empresarial del

PIB

Contribució al creixement interanual (p. p.)



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

PIB

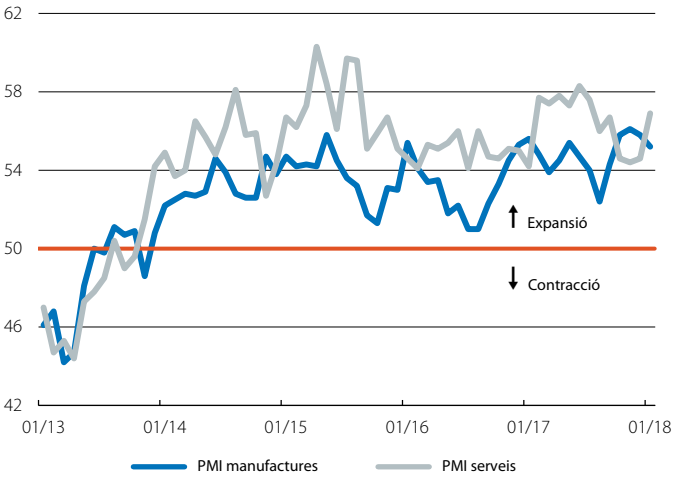
Variació intertrimestral (%)

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

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

Indicadors d'activitat

Nivell



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

mes de gener van romandre en una clara zona expansiva. D'una banda, l'índex de sentiment empresarial PMI del sector serveis va anotar un destacable ascens al gener i es va situar en nivells propers als registrats al setembre, de manera que va finalitzar, així, la trajectòria de tres mesos seguits de descensos. El sector manufacturer, per la seva banda, també ofereix indicadors que conviden a l'optimisme: l'índex PMI del sector manufacturer es va situar en 55,2 punts al gener, un nivell lleugerament superior a la mitjana registrada durant el 2017.

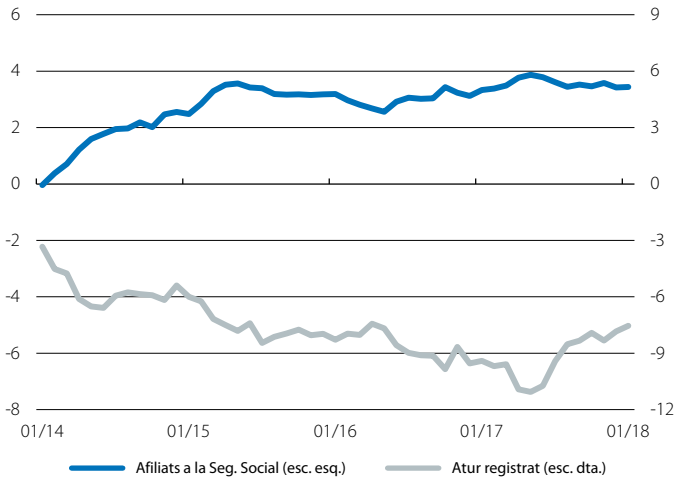
L'ocupació manté una evolució favorable. En concret, les dades de comptabilitat nacional indiquen que l'ocupació equivalent a temps complet va augmentar el 2,8% en el conjunt de l'any, la qual cosa representa un augment de 506.000 llocs de treball a temps complet, una dada similar a la registrada el 2016 i que mostra que el mercat laboral manté un dinamisme elevat. Al llarg del 2018, preveiem que el ritme de creació d'ocupació se situï en un robust 2,4%, d'acord amb la favorable evolució de l'activitat. De fet, les dades més recents mostren que el bon pols es manté: al gener, el nombre d'afiliats a la Seguretat Social va augmentar el 3,4% en termes interanuals. L'atur registrat, per la seva banda, es va situar, al gener, en 3.476.528 persones, una xifra que, tot i haver-se reduït en 1,5 milions en els cinc últims anys, continua sent preocupant, en especial si tenim en compte les elevades taxes d'atur de llarga durada i d'atur juvenil. Atès aquest fet, l'aprovació de la nova Estratègia d'Ocupació representa un avanç cap a un millor sistema de gestió de les polítiques actives d'ocupació (per a més detalls, vegeu el Focus «Polítiques actives d'ocupació: avaluació per resultats», en aquest *Informe Mensual*).

Els preus evolucionen lleugerament a l'alça. La inflació va augmentar al febrer fins a l'1,1% i es va recuperar 5 dècimes en relació amb el registre del mes de gener. Cal recordar que, al gener, la inflació es va situar en un feble 0,6% a conseqüència de l'efecte base del preu de l'electricitat, ja que, al gener de l'any passat, el preu de l'electricitat va repuntar de manera notable i després va caure clarament en el mes següent. Aquest últim fet és el que explica l'augment de la inflació durant el mes de febrer. Pel que fa a la inflació subjacent, es va mantenir estable en el 0,8%, la qual cosa evidencia que les pressions inflacionistes fins avui es mantenen contingudes. Així, preveiem que la recuperació de la inflació subjacent continuï sent molt gradual, amb el suport, en gran part, d'una recuperació també progressiva dels salaris. En canvi, és probable que la taxa d'inflació general repunti amb una mica més de força, a causa de la pressió alcista que exercirà el component energètic.

El saldo corrent tanca el cinquè any consecutiu en positiu, tot i que s'afebleix lleugerament a conseqüència de l'encariment de l'or negre i de l'augment de les importacions no energètiques. En particular, les importacions de béns de consum durador i d'equipament van créixer de manera notable al desembre, impulsades pel consum de les llars i per la inversió. En conseqüència, les importacions no energètiques van augmentar el 7,3% interanual (en termes nominals), segons les dades de duanes. No obstant això, cal destacar que

Afiliats a la Seguretat Social i atur registrat

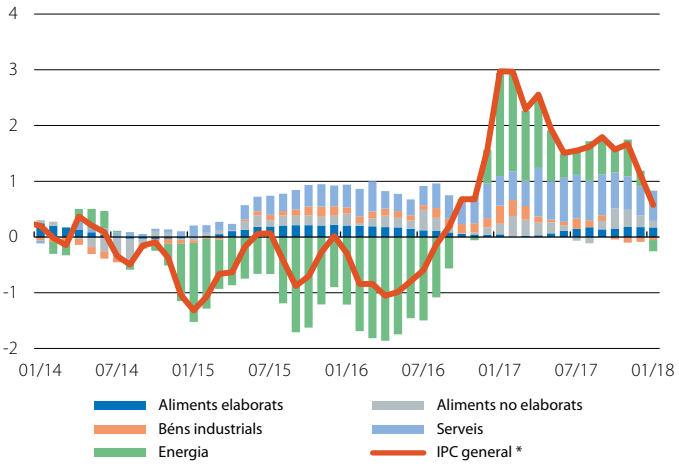
Variació interanual (%) *Variació interanual (%)*



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

Contribució a la inflació per components

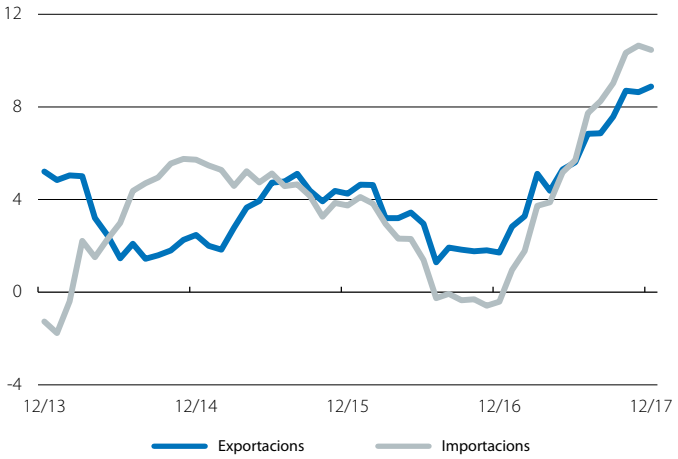
(p. p.)



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

*Comerç exterior de béns **

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



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

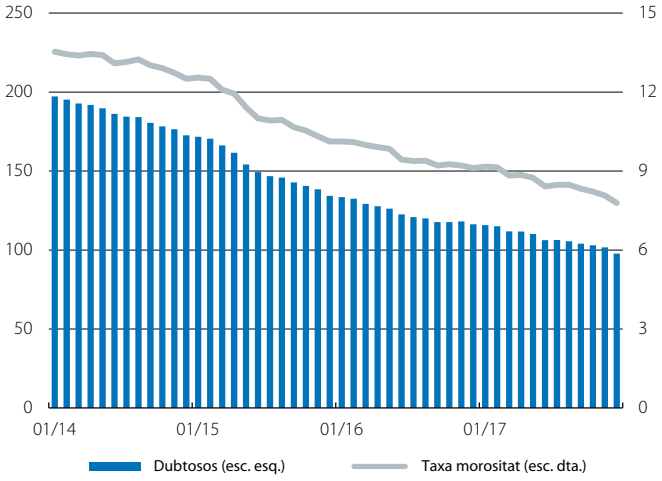
la bona evolució de les exportacions, que van créixer el 7,1% al desembre en termes interanuals, contribueix, de manera notòria, al manteniment del superàvit per compte corrent. De cara al 2018, l'estabilització prevista del preu del petroli, el manteniment del dinamisme exportador i les bones perspectives del sector turístic ajudaran a sostenir un superàvit per compte corrent al voltant de l'1,8% del PIB, 1 dècima per damunt del registre del 2017 (l'1,7%).

El dinamisme econòmic i la millora de l'ocupació afavoreixen els comptes públics. El notable creixement de l'economia espanyola en els tres últims anys ha permès una reducció considerable del dèficit de les Administracions públiques, que, molt probablement, s'haurà situat en el 3,1% del PIB al final del 2017, gràcies al major dinamisme dels ingressos i a la moderació de les despeses. En particular, el dinamisme de l'ocupació impulsa les cotitzacions socials, que, al novembre, van créixer un notable 5,6% en relació amb la xifra registrada un any enrere. El 2018, preveiem que les perspectives econòmiques favorables continuïn impulsant la reducció del dèficit públic, el qual podria disminuir fins al 2,5% del PIB. Malgrat que aquesta xifra representa una reducció considerable i permetria abandonar el procediment de dèficit excessiu, cal recordar que, davant un nivell de deute del 98,3% del PIB, que acumula cinc anys en cotes properes al 100%, centrar els esforços en el sanejament dels comptes públics continua sent una prioritat.

La consolidació del cicle alcista immobiliari, una altra mostra de la bona marxa de l'economia. Les compres d'habitatge van augmentar el 14,6% el 2017 i van superar, així, les 460.000 per primera vegada des del 2008. Sens dubte, la fortalesa de la demanda d'habitatge continua impulsant els preus, que van créixer el 2,4% el 2017 (valor de taxació), en un context en què l'oferta es va mantenir en nivells relativament baixos. Així i tot, cal destacar que els visats d'obra nova presenten un avanç notable, del 26% interanual en l'acumulat de l'any fins al novembre. De cara al 2018, les perspectives del sector immobiliari es mantenen positives. En particular, es preveu que la demanda d'habitatge es mantingui robusta, amb una taxa de creixement de les compres d'habitatge de l'ordre del 8% (per a més informació, vegeu el Focus «Compravenda d'habitatge el 2018: què ens diu Google?», en aquest *Informe Mensual*). Aquest impuls de la demanda es reflectirà en el crèdit hipotecari i en el preu de l'habitatge, que està previst que mantinguin una senda ascendent. De fet, les dades del gener corroboren la tendència positiva. La nova concessió de crèdit hipotecari va créixer el 13,9% al gener, al compàs de la resta de crèdit, que també continua evolucionant de forma molt favorable, en especial la concessió de crèdit al consum (el 26,0%). Així mateix, la recuperació econòmica i la gestió activa dels balanços bancaris permeten millorar la qualitat creditícia i canalitzar els nivells de morositat cap a cotes més sostenibles. Durant el 2017, la ràtio de morositat es va reduir en 132 p. b. fins a situar-se en el 7,79%, la qual cosa s'explica per la notable reducció del crèdit dubtós, del 16% interanual, al desembre del 2017.

Taxa de morositat i crèdits dubtosos

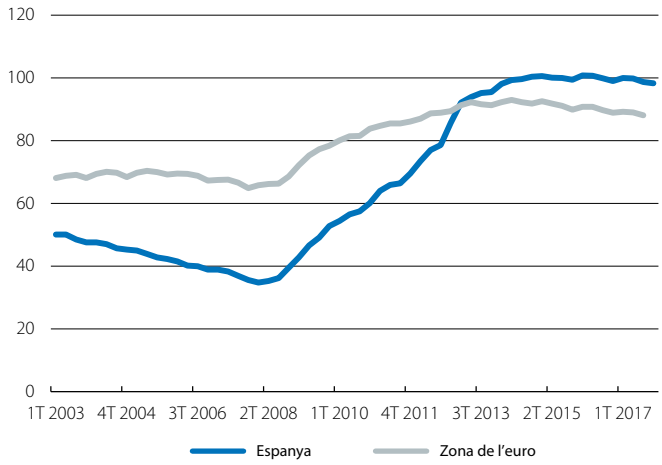
(Milers de milions d'euros) *(%)*



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

Deute públic

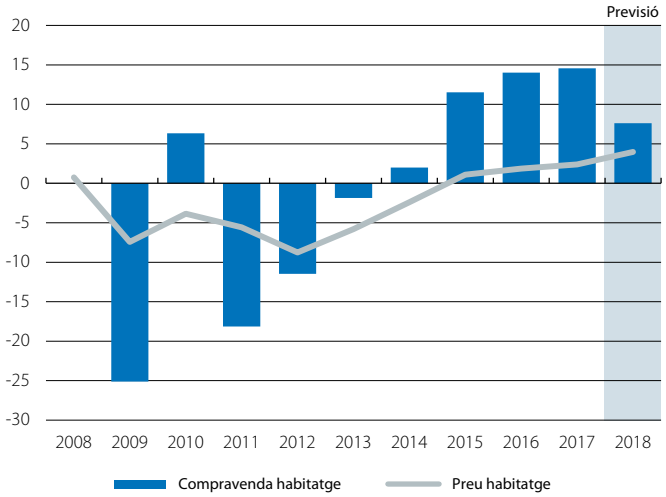
(% del PIB)



Nota: *Dades de la zona de l'euro fins al 3T 2017.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Banc d'Espanya i d'Eurostat.*

Compravenda d'habitatge i preu de l'habitatge

Variació interanual (%)



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

FOCUS · Compravenda d'habitatge el 2018: què ens diu Google?

El 2017, es va consolidar el cicle expansiu del sector immobiliari. Així ho demostren els més de 460.000 habitatges venuts a Espanya, un increment del 14,6% en relació amb l'any anterior. La compra d'habitatge continuarà creixent a aquest ritme tan notable? Les dades sobre les cerques a Google conviden a l'optimisme.

Google Trends és una eina d'accés gratuït que ofereix Google i que permet obtenir informació sobre les tendències de cerca a la xarxa sobre diferents temes i àrees geogràfiques. En particular, Google Trends proporciona informació mensual sobre l'evolució de la popularitat del terme que triï l'usuari (per exemple, «comprar pis»). A més a més, permet discriminar les dades en funció de l'horitzó temporal, del país i de la categoria de cerca (per exemple, «mercat immobiliari»).[1]

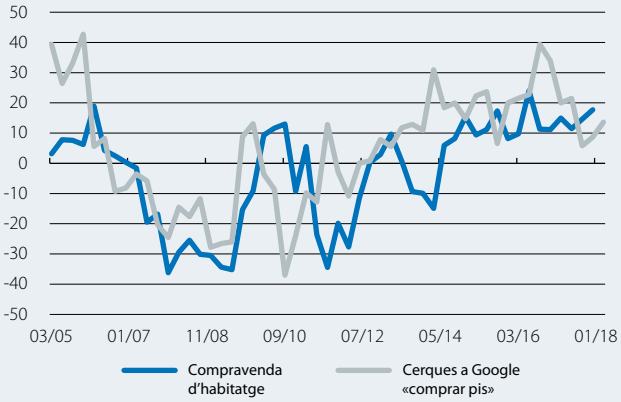
Una anàlisi estadística de l'evolució de les dades proporcionades per Google mostra que la popularitat de les cerques a internet del terme «comprar pis» a Espanya està molt relacionada amb la compra d'habitatges realitzada en els següents trimestres (vegeu el primer gràfic).[2] Això significa que les cerques realitzades avui a Google donen moltes pistes sobre l'adquisició d'habitatges que es farà d'aquí a un any!

En aquest sentit, la menor, tot i que encara elevada, popularitat assolida pel terme «comprar pis» durant l'últim any suggereix que la compra d'habitatges continuarà creixent a Espanya en els propers trimestres, malgrat que ho farà a un ritme una mica inferior a l'experimentat l'any passat. En particular, la compra podria créixer al voltant del 8% el 2018, de manera que s'assoliria el mig milió de transaccions (vegeu el segon gràfic). A més a més, una anàlisi una mica més detallada a partir de la popularitat de les cerques «comprar pis a Barcelona» o «comprar pis a Madrid» suggereix que el creixement de les compravendes en aquestes dues zones superarà la mitjana estatal i es podria situar al voltant del 10%.

L'observació de la informació continguda a les cerques a Google obre un nou paradigma en la previsibilitat de l'evolució del sector immobiliari, quelcom molt destacable si es té en compte l'estructura cíclica del sector. En concret, la possibilitat de poder anticipar amb més precisió els canvis en l'evolució de la compra d'habitatge abans que realment succeeixin podria millorar la capacitat de reacció de l'oferta davant els canvis de la demanda. Això és molt rellevant en sectors com l'immobiliari, on l'oferta sol reaccionar amb lentitud, la qual cosa provoca que, en episodis de desacceleració econòmica, s'acumuli un elevat *stock* d'habitatges per vendre i s'intensifiqui la pressió a la baixa sobre els preus dels habitatges.

Compravenda d'habitatge i cerques a Google

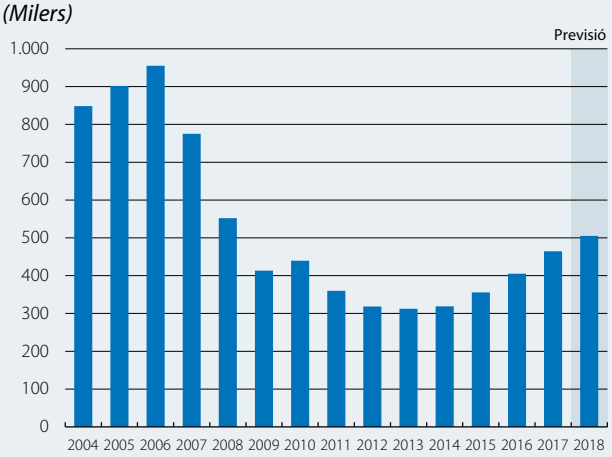
Variació interanual acumulada de tres mesos (%)



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

Compravenda d'habitatge

(Milers)



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

1. Aquesta eina no proporciona el nombre total de cerques, sinó la popularitat relativa de cada terme a partir d'una mostra aleatòria de dades que canvia de manera periòdica. Aquest fet pot limitar l'abast de l'anàlisi, ja que la popularitat relativa de l'índex pot canviar a conseqüència d'altres esdeveniments no relacionats amb el sector immobiliari, i les dades històriques poden diferir lleugerament en funció del dia en què es descarreguin de la web, a causa de l'ús d'una mostra aleatòria.
2. Una anàlisi de la regressió de les sèries temporals confirma que la relació entre les dues sèries és estadísticament significativa.

FOCUS · Polítiques actives d'ocupació: avaluació per resultats

El passat 15 de desembre, el Govern va aprovar l'Estratègia Espanyola d'Activació per a l'Ocupació (EEAO) 2017-2020. Malgrat el sòlid creixement de l'ocupació en els quatre últims anys, l'EEAO posa en relleu els importants reptes pendents, com l'elevada taxa d'atur de llarga durada, del 50,4% en relació amb l'atur total i que afecta, sobretot, els treballadors de més edat, i l'atur juvenil, situat encara en el 37,5%. Ateses les condicions demogràfiques adverses, també s'esmenta la necessitat de potenciar la participació al mercat laboral i l'ocupabilitat dels joves amb un nivell educatiu més baix (els anomenats *ninis* van representar, aproximadament, el 17,7% de la població entre els 16 i els 29 anys el 2017). Aquests desafiaments justifiquen els objectius estratègics de l'EEAO, entre els quals s'inclou augmentar l'ocupabilitat dels col·lectius més vulnerables, com els joves, els aturats de llarga durada i els més grans de 55 anys, amb la finalitat de potenciar l'ocupació com a principal instrument d'inclusió social.

L'EEAO dona continuïtat a l'estratègia aprovada per al període 2014-2016, que va introduir, com a aspecte més destacat, la modificació dels criteris de distribució dels fons destinats a la gestió de les polítiques actives d'ocupació entre les diferents comunitats autònomes. Mentre que, fins al 2012, aquests fons es repartien en funció de les condicions sociolaborals de cada regió, des del 2013, l'assoliment dels objectius s'ha tingut en compte per al repartiment. L'any passat, de fet, els fons van passar a estar totalment distribuïts en funció de l'assoliment dels objectius establerts al Pla Anual de Política d'Ocupació (PAPO).[1] El PAPO 2017 estableix un total de 44 indicadors que mesuren l'assoliment dels objectius (vegeu la taula adjunta).[2] Per exemple, per mesurar l'assoliment de l'objectiu de l'«orientació», s'utilitzen nou indicadors que intenten avaluar la prestació de serveis d'informació i d'orientació professional per a l'ocupació i l'emprenedoria, els quals mesuren, entre altres indicadors, el grau de cobertura en els serveis d'informació, l'orientació i la confecció d'itineraris individualitzats i el nivell d'inserció dels demandants.

Aquest sistema, orientat als resultats, aporta transparència i objectivitat en la distribució dels fons destinats a la gestió de les polítiques actives d'ocupació entre les comunitats autònomes. A més a més, també promou un ús més eficient dels recursos de les oficines d'ocupació. No obstant això, és important vigilar els efectes perversos que podria comportar aquest tipus d'avaluacions. Per exemple, les regions amb una posició de partida pitjor poden tenir més dificultats per complir els objectius, i reduir el finançament que podrien rebre agreujaria la situació. Així mateix, el disseny dels indicadors és delicat, ja que també cal intentar mesurar elements intangibles, com la qualitat del servei, a més d'elements com la quantitat o la proporció de demandants que es beneficien dels serveis prestats. Finalment, també cal assenyalar la importància de confirmar que els indicadors mesurin de manera efectiva el grau d'assoliment dels objectius finals. En aquest sentit, pot ser útil realitzar programes que avaluïn de forma periòdica l'eficàcia de les polítiques actives d'ocupació *ex post* i, si és necessari, reajustar els paràmetres i els indicadors del sistema d'avaluació.

PAPO 2017: objectius, pesos i components*

	Pes (%)	Nombre de components
Objectius estratègics	**50**	**12**
Millorar l'ocupabilitat i la inserció dels menors de 30 anys *ninis*	10	4
Afavorir l'ocupabilitat dels aturats de llarga durada, en especial els majors de 45 anys	15	2
Millorar la qualitat de la formació professional per a l'ocupació	10	3
Promoure l'activació dels perceptors de les prestacions d'atur	5	2
Impulsar l'emprenedoria	10	1
Objectius estructurals	**50**	**32**
Orientació	13	9
Formació	13	8
Oportunitats d'ocupació	8	5
Igualtat d'oportunitats en l'accés a l'ocupació	5	2
Emprenedoria	5	3
Millora del marc nacional del Sistema Nacional d'Ocupació	8	5

Nota: ** PAPO fa referència al Pla Anual de Política d'Ocupació.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del Reial decret 1032/2017, del 15 de desembre.*

1. El PAPO és l'instrument per a la programació i la coordinació de les polítiques d'activació per a l'ocupació entre les comunitats autònomes i el SEPE (Servei Públic d'Ocupació Estatal) i és un instrument d'avaluació dels serveis i dels programes de polítiques actives.

2. El PAPO 2018 va ser presentat en Conferència Sectorial a les comunitats autònomes el passat 21 de desembre i, actualment, es troba sota revisió pel Consell de Ministres. De fet, la nova EEAO anuncia el compromís d'aprovar el PAPO abans del començament de cada any.

PRINCIPALS INDICADORS

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

Indicadors d'activitat

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
Indústria								
Consum d'electricitat	1,7	0,1	1,7	1,4	0,5	3,1	–2,0	...
Índex de producció industrial	3,3	1,9	1,9	2,1	2,5	5,3	...	...
Indicador de confiança a la indústria *(valor)*	–0,3	–2,3	0,3	–0,5	–0,1	4,3	4,2	2,4
PMI de manufactures *(valor)*	53,5	53,2	54,8	54,9	53,6	55,9	55,2	56,0
Construcció								
Visats d'obra nova *(acum. de 12 mesos)*	20,0	43,7	24,5	18,4	23,5	25,1	...	...
Compravenda d'habitatges *(acum. de 12 mesos)*	10,9	13,1	15,2	12,2	13,3	14,5	...	...
Preu de l'habitatge	1,1	1,9	2,2	1,6	2,7	3,1	–	...
Serveis								
Turistes estrangers *(acum. de 12 mesos)*	5,6	8,2	10,0	10,2	10,3	9,1	8,3	2,2
PMI de serveis *(valor)*	57,3	55,0	56,4	57,8	56,8	54,5	56,9	...
Consum								
Vendes comerç al detall	3,0	3,6	0,6	2,5	1,8	0,9	...	...
Matriculacions d'automòbils	21,3	11,4	7,8	6,3	6,7	10,8	20,3	...
Indicador de confiança dels consumidors *(valor)*	0,3	–3,8	–2,8	1,5	0,2	–1,5	1,3	0,4

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

Indicadors d'ocupació

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	12/17	01/18
Afiliats a la Seguretat Social [1]								
Sectors d'activitat								
Indústria	2,2	2,8	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,3
Construcció	4,7	2,6	5,3	6,1	6,1	7,1	7,4	7,6
Serveis	3,5	3,2	3,4	3,8	3,6	3,6	3,5	3,5
Situació professional								
Assalariats	3,5	3,5	4,0	4,4	4,1	4,1	4,1	4,1
No assalariats	1,9	1,0	0,9	0,9	0,7	0,5	0,3	0,5
TOTAL	**3,2**	**3,0**	**3,4**	**3,8**	**3,5**	**3,5**	**3,4**	**3,4**
Població ocupada [2]	**3,0**	**2,7**	**2,3**	**2,8**	**2,8**	**2,6**	–	–
Contractes registrats [3]								
Indefinits	12,3	14,2	15,4	10,2	11,0	12,9	7,2	15,2
Temporals	11,2	7,2	12,1	9,6	5,0	2,6	–3,5	6,3
TOTAL	**11,3**	**7,8**	**12,4**	**9,6**	**5,5**	**3,4**	**–2,8**	**7,1**
Atur registrat [3]								
Menors de 25 anys	–11,0	–12,6	–13,3	–17,3	–9,4	–8,7	–8,9	–9,7
Resta d'edats	–7,2	–8,2	–9,2	–10,3	–8,7	–8,0	–7,7	–7,4
TOTAL	**–7,5**	**–8,6**	**–9,6**	**–10,9**	**–8,8**	**–8,0**	**–7,8**	**–7,5**

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

Preus

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18
General	**–0,5**	**–0,2**	**2,7**	**2,0**	**1,7**	**1,4**	**0,6**	**1,1**
Subjacent	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3	0,8	0,8	...
Aliments sense elaboració	1,8	2,3	4,1	2,5	–0,2	4,0	1,6	...
Productes energètics	–9,0	–8,4	15,3	8,0	5,4	4,1	–1,7	...

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

Sector exterior

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17	12/17
Comerç de béns								
Exportacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	4,3	1,7	5,1	5,6	7,6	8,7	8,6	8,9
Importacions *(variació interanual, acum. 12 mesos)*	3,7	–0,4	3,7	5,7	9,0	10,3	10,6	10,5
Saldo corrent	**12,2**	**21,5**	**21,6**	**21,2**	**20,6**	**20,4**	**20,1**	**19,8**
Béns i serveis	25,3	33,7	32,0	32,6	31,9	31,4	30,9	31,1
Rendes primàries i secundàries	–13,1	–12,2	–10,4	–11,4	–11,3	–11,0	–10,8	–11,2
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament	**19,2**	**24,2**	**24,1**	**23,4**	**22,6**	**22,5**	**22,1**	**21,7**

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

Sector públic

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

	2015	2016	1T 2017	2T 2017	3T 2017	10/17	11/17
Capacitat (+) / Necessitat (–) de finançament [1]	**–5,3**	**–4,5**	**–0,4**	**–2,2**	**–1,5**	**–**	**–**
Administració central	–2,6	–2,7	–0,4	–1,1	–1,5	–1,2	–1,5
Comunitats autònomes	–1,7	–0,8	–0,2	–0,7	0,1	0,1	0,1
Corporacions locals	0,4	0,6	0,1	0,1	0,5	–	–
Seguretat Social	–1,2	–1,6	0,1	–0,5	–0,6	–0,6	–0,7
Deute públic *(% PIB)*	**99,4**	**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	1T 2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	10/17	11/17	12/17
Dipòsits [2]									
Dipòsits de llars i empreses	–0,6	2,5	3,2	2,5	2,3	2,7	2,7	3,6	1,9
A la vista i estalvi	14,7	16,0	18,6	18,8	17,2	15,4	16,7	15,9	13,5
A termini i preavís	–16,3	–16,0	–22,0	–24,9	–25,1	–24,4	–25,5	–24,3	–23,4
Dipòsits d'AP	6,7	–14,2	–28,0	–26,7	6,8	13,3	7,0	18,9	14,0
TOTAL	**–0,2**	**1,2**	**1,0**	**0,5**	**2,6**	**3,3**	**2,9**	**4,5**	**2,5**
Saldo viu de crèdit [2]									
Sector privat	–5,5	–3,6	–2,7	–2,1	–2,3	–1,8	–2,0	–2,0	–1,5
Empreses no financeres	–7,3	–5,3	–4,3	–3,0	–3,9	–3,1	–3,3	–3,3	–2,7
Llars - habitatges	–4,6	–3,7	–3,0	–2,8	–2,7	–2,5	–2,7	–2,8	–2,2
Llars - altres finalitats	–2,6	2,0	3,6	3,2	3,6	4,1	4,0	4,4	3,9
Administracions públiques	0,2	–2,9	–3,2	–12,6	–11,6	–10,2	–11,6	–10,9	–8,0
TOTAL	**–5,2**	**–3,6**	**–2,7**	**–2,9**	**–3,0**	**–2,4**	**–2,7**	**–2,6**	**–2,0**
Taxa de morositat *(%)* [3]	**10,1**	**9,1**	**8,8**	**8,4**	**8,3**	**7,8**	**8,2**	**8,1**	**7,8**

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.*

IGUALTAT D'OPORTUNITATS I MOBILITAT SOCIAL

Mobilitat social: cap a dalt o cap a baix?

A la majoria de països desenvolupats, un dels temes que més preocupa és el llegat que deixem a les generacions futures. Una mostra d'això és que molts ciutadans pensen que els seus fills tindran una posició financera pitjor que la seva: només el 9% dels francesos, el 19% dels japonesos o el 24% dels espanyols pensen que els seus fills estaran millor.[1] Hi ha motius per a tant pessimisme? En aquest Dossier, analitzem el funcionament d'un dels mecanismes clau per poder afrontar el futur amb optimisme: la mobilitat social intergeneracional.

La mobilitat social intergeneracional es pot definir com la relació entre la situació econòmica o social de pares i la dels fills.[2] A grans trets, hi ha dues formes d'analitzar aquesta relació. Cadascuna proveeix informació diferent i, fins a un cert punt, complementària. Una, la mobilitat social en termes absoluts, mesura si els ingressos dels fills són superiors o inferiors als que van tenir els seus pares quan tenien la seva edat (corregits per les diferències en el cost de vida). La segona alternativa consisteix a mirar la mobilitat social en termes relatius. És a dir, la posició dels fills en la distribució de la renda d'un país en relació amb la posició que ocupaven els seus pares quan tenien la seva edat.

El mesurament absolut de la mobilitat mesura la probabilitat que el nivell econòmic d'un fill sigui superior al dels seus pares (en euros, per exemple). Per tant, els canvis en aquest mesurament poden ser resultat de canvis en les polítiques públiques o en l'estructura econòmica que afectin de manera directa la capacitat dels uns i dels altres de progressar econòmicament. No obstant això, aquest mesurament també està influït pel creixement econòmic entre generacions: un augment del ritme de creixement del PIB per capita se sol traduir en una millora del mesurament de la mobilitat social en termes absoluts, i viceversa.

En canvi, la mesura de la mobilitat relativa se centra a analitzar l'evolució de l'anomenat ascensor social i, per tant, no es veu afectada per canvis en el ritme de creixement (com a mínim de forma directa). Així, es podria donar el cas que augmentés la mobilitat social en termes relatius, però que, arran d'una desacceleració del creixement econòmic relativament perllongada, com la viscuda en els últims anys a molts països desenvolupats, s'observés una caiguda de la mobilitat social en termes absoluts. És en aquest sentit que les dues mesures aporten informació complementària i que, per tant, s'han de tenir presents i s'han d'analitzar amb deteniment.

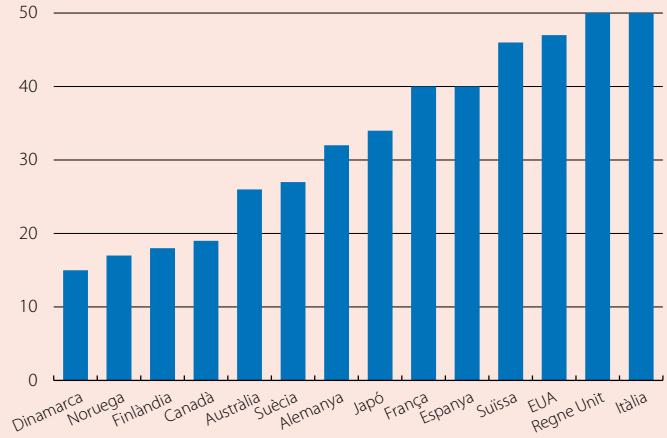
Si passem de la teoria a la pràctica, i comencem analitzant els indicadors que mesuren la mobilitat social absoluta, en general observem que, en els últims anys, a la majoria dels països desenvolupats, una gran part dels ciutadans milloren la seva situació econòmica en relació amb la dels seus pares. Als EUA, per exemple, diversos estudis mostren que entre el 65% i el 85% dels individus tenen avui dia uns ingressos superiors als dels seus pares.[3] No obstant això, aquesta afirmació general no està lliure de controvèrsia. Per exemple, un estudi recent de Chetty *et al.* (2016)[4] ha qüestionat l'existència del somni americà: segons els autors, l'any 2012 només la meitat dels nord-americans de 30 anys estaven en una situació econòmica millor que la dels seus pares.[5,6] El descens de la mobilitat absoluta en les últimes dècades als EUA és particularment intens als estats de l'anomenat Rust Belt (en la seva majoria al Mitjà Oest, com Michigan o Illinois). En canvi, a Europa, les dades suggereixen que el somni americà continua vigent. Segons Eurofound (2017),[7] a tots els països la majoria dels individus experimenten una millora econòmica en termes absoluts en relació amb els seus pares.

I què passa amb l'ascensor social? Com hem indicat més amunt, per fer una anàlisi ens hem de fixar en la mobilitat relativa, i la mesura relativa més utilitzada és l'elasticitat intergeneracional dels ingressos. És a dir, la relació entre la distribució dels ingressos dels pares i la dels fills. Alguns exemples ajuden a il·lustrar-ho. Així, observarem una elasticitat del 100% en el cas que hi hagi una correspondència plena entre la distribució dels pares i la dels seus fills: per exemple, en el cas d'un pare amb una renda el 10% superior a la renda mitjana, el seu fill també tindria una renda el 10% superior a la mitjana. En canvi, amb una elasticitat del 40%, si

1. Pew Research Center, «2017 Global Attitudes Survey».
2. Alternativament, s'ha mesurat la mobilitat ocupacional o de classe social, entre d'altres. Vegeu Torche, F. (2013), «How do we characteristically measure and analyze intergenerational mobility?», Stanford Center on Poverty and Inequality, vol. 29, pàgs. 2-3.
3. Vegeu Reeves, R. i Halikias, D. (2016), «On the new Chetty-bomb that only half of Americans are better off than their parents», Brookings.
4. Vegeu Chetty, R. *et al.* (2017), «The fading American dream: trends in absolute income mobility since 1940», Science 356(6336), pàgs. 398-406.
5. En una línia similar, l'estudi de Piketty, T., Saez, E. i Zucman, G. (2018), «Distributional national accounts: methods and estimates for the United States», The Quarterly Journal of Economics, 1–57, mostra que els ingressos de la meitat de la població més pobra dels EUA s'han mantingut constants en els 50 últims anys.
6. Winship (2017) relativitza el resultat, ja que troba una mobilitat més propera al 68% un cop ajustat per la diferent dimensió familiar o per una mesura d'ingressos als 40 anys.
7. Mesura en termes ocupacionals. Eurofound (2017), «Social mobility in the EU», Publications Office of the European Union.

Elasticitat intergeneracional dels ingressos

(%)



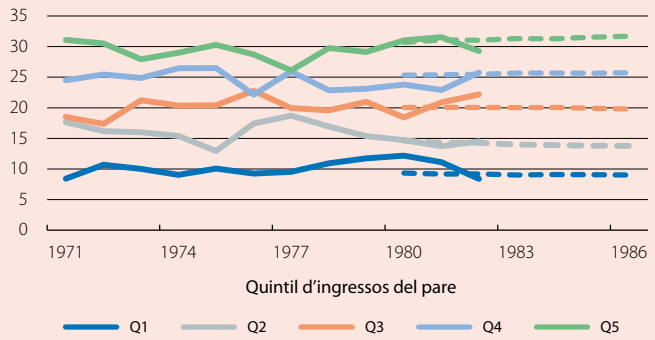
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Corak, M. (2013), «Inequality from generation to generation: the United States in comparison».*

un pare té una renda el 10% superior a la renda mitjana, el seu fill tindrà una renda el 4% superior a la mitjana. En definitiva, com més gran és l'anomenada elasticitat intergeneracional dels ingressos, menor és la mobilitat social.[8] Una mirada panoràmica entre països mostra importants diferències entre ells (vegeu el primer gràfic). Els països nòrdics i Canadà són els països amb més mobilitat social, mentre que, als EUA, a Itàlia o al Regne Unit, és clarament menor.

Malgrat ser la mesura més utilitzada, l'elasticitat intergeneracional dels ingressos no està lliure de limitacions. Una de les més importants és que l'elasticitat intergeneracional pot ser diferent en diversos punts de la distribució, i aquesta informació no ens la proporciona la mesura comentada més amunt. Això explica que s'utilitzin cada vegada més altres mesures relatives centrades en diferents punts de la distribució dels ingressos, com, per exemple, la probabilitat que un fill passi al quintil més alt de renda si el seu pare estava en el quintil més baix. Utilitzant aquest tipus de mesures, Chetty ha observat que, als EUA, la mobilitat dels individus que entren ara al mercat laboral és la mateixa que la de les generacions nascudes als anys setanta. Com es pot apreciar al segon gràfic, la probabilitat que un nen assoleixi el quintil de renda més elevat des de qualsevol punt de la distribució s'ha mantingut estable en les últimes dècades.[9] Dit d'una altra forma, sembla que la probabilitat de pujar un esglaó de l'«escala social» és gairebé la mateixa que en les generacions anteriors. No obstant això, el propi Chetty també destaca que la distribució dels ingressos entre els ciutadans nord-americans ha canviat en relació amb les dècades anteriors i ara ha augmentat la proporció de ciutadans amb més i menys ingressos o, el que és el mateix, ha augmentat la desigualtat. És per això que, malgrat que la probabilitat de canviar de classe social s'ha mantingut relativament estable, els beneficis, o els costos, associats a aquest canvi no són els mateixos.

EUA: probabilitat del fill d'assolir el quintil més alt d'ingressos condicional al quintil del pare

(%)



Nota: *En línia discontínua, les dades de les generacions amb fills nascuts entre el 1980 i el 1986 procedents de declaracions d'impostos sobre la renda. En línia contínua, les dades de les generacions amb fills nascuts entre el 1971 i el 1982 procedents de dades de l'Statistics of Income (SOI).*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Chetty, R.* et al. *(2014), «Is the United States Still a Land of Opportunity? Recent Trends in Intergenerational Mobility», American Economic Review: Papers and Proceedings, 104 (5).*

A Europa, en canvi, els indicadors de mobilitat social relativa, com, per exemple, la fluïdesa social,[10] mostren, segons Eurofound (2017), una tendència a l'alça a la majoria dels països. De tota manera, paga la pena destacar el fet que, per a les generacions més recents, en alguns països, com Alemanya o Espanya, s'observa una estabilització d'aquests indicadors i, en el cas de França, una certa reculada.

Sembla, doncs, que l'ascensor social continua funcionant. No obstant això, la percepció que en tenim no és sempre així. En un estudi recent, Alessina *et al.* (2017)[11] mostren que la mobilitat social real dista força de la que percebem. Els nord-americans tendeixen a sobreestimar la probabilitat de passar del quintil més baix d'ingressos al més alt. En realitat, aquesta probabilitat és més baixa. Els europeus, en canvi, pensen que la mobilitat social als seus països és inferior a la que existeix en realitat. Tenim deures: no solament continuar treballant per millorar la mobilitat social, sinó també per ajustar la percepció a la realitat.

Josep Mestres Domènech
CaixaBank Research

8. Idealment, es voldria comparar els ingressos al llarg de tota la vida (o ingressos permanents) de les dues generacions, però sovint aquesta informació no està disponible o conté errors de mesura, de manera que, amb freqüència, es compara la mitjana d'ingressos de diversos anys o a una edat concreta, com els 40 anys.
9. Vegeu Chetty, R. *et al.* (2014), «Is the United States still a land of opportunity? Recent trends in intergenerational mobility», American Economic Review: Papers and Proceedings, 104 (5).
10. Una major fluïdesa social correspon a una menor associació entre l'origen (definit com l'ocupació del pare) i la destinació (definida com l'ocupació del fill).
11. Vegeu Alessina, A., Stantcheva, S. i Teso, E. (2017), «Intergenerational mobility and preferences for redistribution», NBER Working Paper 23027.

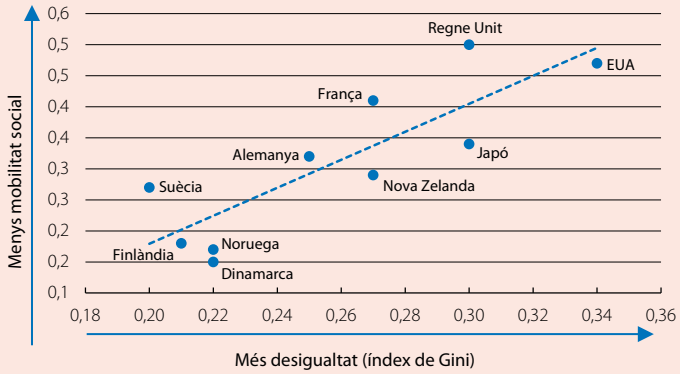
El somni americà de Jay Gatsby: entre la desigualtat i la mobilitat social

A Espanya, l'1% de les persones més riques rep el 8,6% de la renda nacional, mentre que la xifra assoleix el 20,8% als EUA. Són desitjables o indesitjables aquests elevats nivells de desigualtat? La resposta, que cada societat ha de donar en funció de les seves preferències i valors, depèn, entre altres factors, de la igualtat d'oportunitats que ofereix l'economia. Per exemple, segons l'anomenat somni americà, els nord-americans tenen més tolerància a la desigualtat perquè és el preu que cal pagar per una economia en què tots, procedim de l'estrat social que procedim, tinguem la possibilitat d'ascendir en l'escala social gràcies a l'esforç i al talent. Aquesta visió del món suggereix una major tolerància a la desigualtat sempre que tingui una relació positiva amb la mobilitat social. No obstant això, sembla que les dades contradiuen el somni americà: com ho reflecteix el primer gràfic, els països més desiguals tenen menys mobilitat social. Vegem què explica aquesta relació.

L'impacte mediàtic del primer gràfic ha fet que sigui popularment conegut com la «corba del Gran Gatsby», en una picada d'ullet a la societat dels bojos anys vint. Paga la pena mirar-lo amb detall. A l'eix horitzontal, la desigualtat es representa amb l'índex de Gini, que ens indica si la distribució de la renda és molt homogènia (valors propers a zero) o si es concentra en mans d'uns pocs (valors propers a un). Per la seva banda, a l'eix vertical, la mobilitat social es mesura amb l'elasticitat intergeneracional de la renda, que indica fins a quin punt els ingressos d'una generació depenen dels ingressos dels seus progenitors: a valors més elevats, més vinculats estan els ingressos en l'edat adulta amb els que tenien els nostres pares a aquesta mateixa edat.[1] Malgrat que la corba del Gran Gatsby és una simple associació entre les dues variables, sense demostrar causalitat, la relació és sorprenentment clara i, el que és més significatiu, s'observa entre països amb un nivell de desenvolupament econòmic semblant. A més a més, hi ha indicis que la relació ha estat present al llarg del temps i dins un mateix país (els EUA). Per exemple, Olivetti i Paserman (2015)[2] documenten una reducció de la mobilitat social entre el 1870 i el 1920, propiciada per un augment de la renda nacional en mans de l'1% més ric. En la mateixa línia, també als EUA, Chetty *et al.* (2016)[3] estimen que la caiguda de la mobilitat social absoluta entre el 1970 i el 2014[4] va ser deguda, principalment, a un augment de la desigualtat: en altres paraules, si pretenguéssim revertir, només amb creixement econòmic i sense modificar-ne la distribució, la caiguda en el percentatge de nens que, en edat adulta, tenen més ingressos que els seus pares seria necessari que, al llarg dels 30 propers anys, el PIB augmentés a taxes anuals superiors al 6%. Finalment, Chetty i els seus coautors (2014)[5] mostren que les ciutats nord-americanes amb més desigualtats de la renda també són ciutats amb menys mobilitat social. No obstant això, en un estudi comparatiu de ciutats, Chetty *et al.* (2014) troben indicis que no tots els tipus de desigualtat es relacionen de la mateixa manera amb la mobilitat social: mentre que l'associació és forta quan la desigualtat es mesura amb l'índex Gini, a nivell de ciutat no s'observa una correlació significativa entre mobilitat social i les rendes de l'1% més ric, la qual cosa suggereix que són més rellevants els factors que incideixen sobre les classes mitjanes i baixes.

Corba del Gran Gatsby

Elasticitat de la renda intergeneracional



Nota: *La desigualtat es mesura mitjançant l'índex de Gini utilitzant ingressos nets de les llars el 1985. L'elasticitat de la renda intergeneracional es calcula utilitzant dades de la generació nascuda durant la dècada de 1960 i mesurant els seus ingressos en l'etapa d'adults cap a la meitat de la dècada de 1990.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Corak, M. (2013), «Income Inequality, Equality of Opportunity, and Intergenerational Mobility», Journal of Economic Perspectives, i de l'OCDE.*

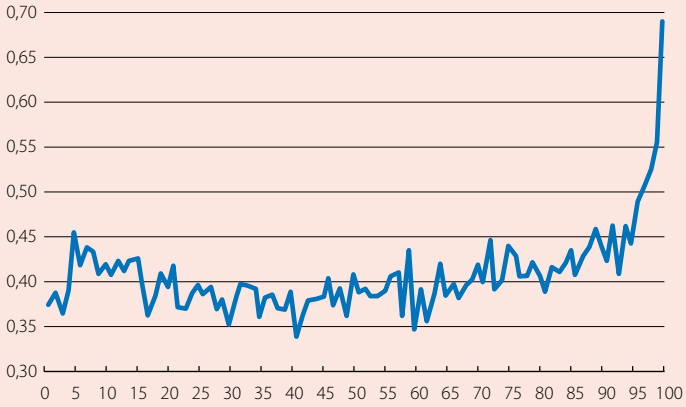
Una manera d'aprofundir en el vincle entre desigualtat i mobilitat social és entendre la mobilitat social com el mecanisme transmissor de la desigualtat d'una generació a una altra. En aquest sentit, la família, el mercat i l'Estat són les tres grans institucions que determinen la transmissió entre la mobilitat social i la desigualtat. Partint de l'estatus socioeconòmic familiar, el desenvolu-

1. Per a una definició més precisa, vegeu l'article «Mobilitat social: cap a dalt o cap a baix?», en aquest mateix Dossier.
2. Vegeu Olivetti, C. i Paserman, M. D. (2015), «In the Name of the Son (and the Daughter): Intergenerational Mobility in the United States, 1850-1940», American Economic Review.
3. Chetty *et al.* (2016), «The Fading American Dream: Trends in Absolute Income Mobility since 1940», NBER Working Paper.
4. La mobilitat absoluta es defineix com el percentatge de nens que, en edat adulta, tenen més ingressos que els seus pares. Les cohorts van des dels nens nascuts el 1940 als nascuts el 1984 i els seus ingressos es mesuren a l'edat de 30 anys. Per a una definició més precisa de la mobilitat social absoluta, vegeu l'article «Mobilitat social: cap a dalt o cap a baix?», en aquest mateix Dossier.
5. Chetty *et al.* (2014), «Where is the Land of Opportunity? The Geography of Intergenerational Mobility in the United States», NBER Working Paper.

pament cognitiu, emocional i social del nen modela la seva capacitat d'aprenentatge i la seva progressió educativa, les quals, al seu torn, condicionaran l'accés al mercat laboral i les característiques de la feina, que influiran sobre el benestar emocional i sobre l'estatus socioeconòmic en l'edat adulta, i fixaran un nou entorn per a la propera generació. A més a més, al llarg de tot el cicle, les polítiques públiques poden incidir sobre les circumstàncies vitals mitjançant, per exemple, l'oferta educativa pública o els impostos i les transferències.

Canadà: transmissió de les oportunitats laborals de pares a fills

Percentatge de fills que treballen a la mateixa empresa en què van treballar els pares



Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Corak, M. i Piraino, P. (2010), «The Intergenerational Transmission of Employers», IZA Discussion Paper.*

La família condiciona el desenvolupament cognitiu i social dels fills en una edat primerenca. Dècades de recerca en el camp de la psicologia i de la neurociència mostren que les experiències dels primers anys de vida tenen impactes persistents sobre l'estatus socioeconòmic en edat adulta, perquè afecten l'arquitectura, la bioquímica i l'expressió genètica dels circuits neuronals, claus en la definició de les habilitats cognitives, emocionals i socials. És més, l'evidència indica que és molt més difícil que les experiències vitals posteriors reverteixin l'efecte dels primers anys de vida.[6] En aquest sentit, el nivell socioeconòmic determina la capacitat de les famílies per invertir en els seus fills, tant en termes monetaris (llibres, ordinadors, escoles privades, activitats extraescolars, campaments d'estiu, etc.) com no monetaris (transmissió de contactes i de reputació). Així, les dades sobre els EUA mostren que les famílies més riques gasten, de mitjana, més de 9.000 dòlars per fill en productes i serveis que contribueixen al desenvolupament cognitiu i emocional, gairebé set vegades més que les famílies amb menys recursos.[7] A més a més, les desigualtats entre famílies condicionen, en especial, l'accés a l'educació i al mercat laboral. Per exemple, malgrat que les estadístiques mostren que, un cop obtinguda una educació superior, la probabilitat de tenir una renda baixa, mitjana o alta depèn menys dels ingressos dels progenitors, l'accés a l'educació superior està estadísticament esbiaixat en contra de les famílies amb menys ingressos: per exemple, als EUA, més del 50% dels fills de les famílies amb més recursos obtenen un graduat universitari, mentre que, entre les famílies amb menys recursos, la xifra és del 7%.[8] De la mateixa manera, el segon gràfic il·lustra com l'experiència laboral dels pares afavoreix la inserció laboral dels fills, en especial entre les famílies més riques. Malgrat que el gràfic reflecteix el cas de Canadà, hi ha indicis semblants per a altres països, com els EUA i Dinamarca.[9]

D'altra banda, no solament és la família la que condiciona el desenvolupament personal. Els resultats de l'estudi de Chetty *et al.* (2014) indiquen que les característiques del veïnat de residència durant la infància són la principal explicació de les diferències de la mobilitat social entre ciutats: una major fracció de famílies monoparentals, baixos índexs de capital social,[10] major segregació residencial per raça i renda, i un entorn educatiu de menor qualitat estan associats a una menor mobilitat. És important destacar que aquestes característiques influeixen en la mobilitat social de tots els individus del veïnat: també els fills de famílies biparentals tenen, estadísticament, una menor mobilitat social si resideixen en una zona amb una elevada fracció de famílies monoparentals. De fet, possiblement la millor il·lustració de l'«efecte veïnat» és que la mobilitat social és major en ciutats més compactes (és a dir, on el temps dedicat a anar de casa al treball és menor).

En conclusió, la desigualtat i la mobilitat social estan íntimament vinculades, perquè la desigualtat ajuda a definir el marc d'oportunitats de la nova generació i intensifica les conseqüències futures de l'entorn en què un neix. Per aquest motiu, si ens preocupa la desigualtat d'oportunitats, també hem de parar esment a la desigualtat de resultats.

Marta Guasch Rusiñol i Adrià Morron Salmeron
CaixaBank Research

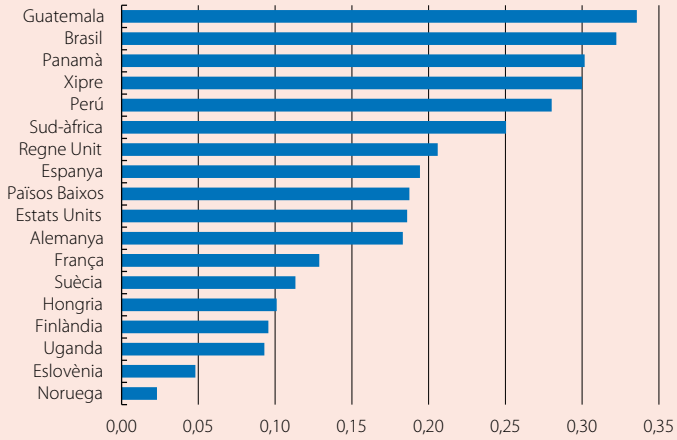
6. Knudsen *et al.* (2006), «Economic, neurobiological, and behavioral perspectives on building America's future workforce», Proceedings of the National Academy of Sciences of the USA.
7. Vegeu Duncan, G. i Murnane, J. (2011), «Whither Opportunity?: Rising Inequality, Schools, and Children's Life Chances», Russell Sage Foundation.
8. Vegeu Bengali, L. i Daly, M. (2013), «U.S. Economic Mobility: The Dream and the Data», FRBSF Economic Letter.
9. Vegeu Corak, M. (2013), «Income Inequality, Equality of Opportunity, and Intergenerational Mobility», Journal of Economic Perspectives, vol. 27, núm. 3.
10. El capital social es mesura amb indicadors com la participació electoral o el percentatge d'individus que formen part d'organitzacions cíviques locals.

Igualtat d'oportunitats: anivellar el terreny de joc per a tothom

Comencem amb una pregunta fonamental: quan tolerem la desigualtat de la renda en una societat? Resposta lògica: quan no és excessiva. Per tant, ara la qüestió és establir un cert nivell a partir del qual la desigualtat deixa de ser tolerable. Una via per afrontar aquest exercici és preguntar als ciutadans quina seria la seva distribució ideal i comparar-la amb la situació actual. Això és, precisament, el que fan Michael Norton i Dan Ariely, i els resultats són sorprenents. Quan es dóna a triar als enquestats, als EUA, un país amb una distribució de la renda força desigual, es prefereix una alternativa notablement més equitativa (en concret, la de Suècia lleugerament modificada, que es presenta als subjectes com «Equalden»).[1] Per tant, si la distància entre realitat i ideal és elevada, per què es tolera? Hi ha diverses explicacions, però una resposta que, probablement, és compartida és que la desigualtat és tolerable sempre que el seu origen sigui just. Un experiment recent amb nens avala aquesta interpretació.[2] Quan s'havia de repartir cinc premis (esborradors) entre dos nens que havien fet el mateix treball, els altres nens de la classe exigien eliminar un esborrador per permetre que els premis es repartissin de forma equitativa. Però, quan els organitzadors de l'experiment explicaven que un dels nens havia treballat més, la distribució de tres esborradors per al qui havia treballat dur (i dos per al qui havia treballat menys) s'acordava sense problemes. Per tant, la desigualtat en el premi era acceptable, però no si era fruit de la discrecionalitat.

Desigualtat d'oportunitats

Índex



Nota: *Com més alt és l'índex, més gran és la desigualtat d'oportunitats.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades de Brunori* et al. *(2013).*

Lluny de ser un resultat aïllat, aquest experiment és coherent amb el que ha estat la tesi principal de l'esforç que han realitzat diferents científics socials per conceptualitzar el que és una societat justa. Malgrat que la vasta literatura generada divergeix en molts sentits, hi ha un consens important a l'hora de considerar que la noció d'igualtat d'oportunitats és una part central del concepte de justícia social. Per tant, si en una societat amb un grau elevat d'igualtat d'oportunitat, es dona una desigualtat de la renda també elevada, això és acceptable.

Ara el punt clau és definir amb precisió què s'entén per igualtat d'oportunitats, ja que es consideren conceptes diferents en funció del context. Per exemple, en l'àmbit de les polítiques públiques, és usual equiparar igualtat d'oportunitats a garantir un nivell d'accés igualitari a l'educació, a la salut i a altres béns públics. O, en l'àmbit acadèmic, de vegades s'ha equiparat la igualtat d'oportunitats, que no s'observa directament, a una noció diferent, la de la mobilitat social, que sí es pot mesurar. Així, és freqüent considerar que, si s'observa una baixa mobilitat social, per exemple, mitjançant la constatació que es pot predir de forma força precisa la situació d'una persona en un determinat centil de la renda en funció de la posició que posseïen els progenitors, això és indicatiu que no es dona igualtat d'oportunitats en aquesta societat. Es tracta d'una qüestió important que s'abordarà després, ja que requereix aprofundir més en la noció d'igualtat d'oportunitats, però convé anticipar que aquesta equiparació directa i sense matisos entre igualtat d'oportunitats i mobilitat social no és correcta.

Doncs bé, si les formes anteriors d'abordar el concepte no són les més adequades, en canvi, un punt de partida sòlid i força acceptat és la definició de John Rawls, que afirma que els qui tenen els mateixos nivells de talent i d'habilitat i exhibeixen el mateix desig d'utilitzar-los haurien de tenir les mateixes probabilitats d'èxit amb independència de la seva posició inicial en la societat.[3] Partint d'aquesta idea, s'ha construït tot un edifici teòric que ajuda, i molt, a entendre les implicacions pràctiques del debat de la igualtat d'oportunitats. En particular, John Roemer adopta una visió «rawlsiana» per plantejar-se la qüestió central que ens ocupa, la de distingir entre la desigualtat amb un origen just i la que no el té.[4] La idea central de Roemer, i dels nombrosos economistes que el segueixen, és que cal distingir entre l'esforç personal i les circumstàncies. En una societat justa seran acceptables les desigualtats que derivin de les decisions individuals, però no les generades per circumstàncies alienes a la voluntat de l'individu. La implicació immediata és que les polítiques públiques hauran de proveir compensacions per les desigualtats derivades de les circumstàncies, però no per la resta.

1. Vegeu Norton M. I. i Ariely, D. (2011), «Building a Better America—One Wealth Quintile at a Time», Perspectives on Psychological Science, 6 (1), pàgs. 9-12.
2. Vegeu Shaw, A. i Olson, K. R. (2013), «All inequality is not equal: children correct inequalities using resource value», Europe PMC, Frontiers in Psychology 4: 393.
3. Vegeu Rawls, J. (1999), «A Theory of Justice», Belknap Press of Harvard University Press.
4. Vegeu Roemer, J. (1998), «Equality of Opportunity», Harvard University Press, i Roemer, J. (2004) «Generational Income Mobility in North America and Europe», cap. 3 (Equal opportunity and intergenerational mobility: going beyond Intergenerational income transition matrices), pàgs. 48-57, Cambridge University Press.

Però, per arribar a establir aquesta divisòria (desigualtat justa enfront de desigualtat injusta), cal reflexionar, primer, sobre el paper de la família en la gestació de les desigualtats, un aspecte crític per a Roemer i per a gairebé tota la literatura sobre les desigualtats. En concret, l'autor identifica el que podríem considerar quatre canals pels quals la família actua. En primer lloc, proveeix connexions o contactes socials. Una segona via és la provisió d'un determinat conjunt d'idees i d'habilitats a través de la cultura familiar i de la inversió en el desenvolupament de les habilitats dels fills. En tercer lloc, es produeix la transmissió genètica de les habilitats. I, finalment, les famílies modelen les preferències i les aspiracions dels seus descendents.[5]

Hi ha, per tant, quatre grans fonts de desigualtats, però totes elles són igualment censurables des del punt de vista de la justícia social? El primer canal, els contactes familiars, difícilment pot ser considerat com un factor que tingui a veure amb l'esforç de la persona i, en conseqüència, seria una circumstància que origina una desigualtat injusta. Potser una mica menys de consens podria derivar-se del segon i del tercer àmbits, però, segurament, encara seria majoritària la visió que és injusta la desigualtat originada per la falta d'inversió dels pares en el desenvolupament de les habilitats dels seus fills, la transmissió de creences limitatives de les oportunitats vitals o la que pateixen els nens que han rebut una herència genètica vinculada a una habilitat menor que la d'un altre dels seus col·legues de generació. L'últim canal, en canvi, potser està una mica més lluny de ser universalment acceptat, ja que sembla complicat establir el criteri de justícia quan es tracta de valorar la influència de la família en les preferències dels seus fills i, en conseqüència, d'identificar la necessitat moral de compensació.

En aquest punt, es pot recuperar un aspecte esmentat més amunt, el de la relació entre igualtat d'oportunitats i mobilitat social. S'ha comentat que, teòricament, es podria donar una situació d'elevada igualtat d'oportunitats i de poca mobilitat social. Ara s'entén que, per equiparar totalment els dos aspectes, és condició prèvia que s'hagin compensat per les quatre fonts abans esmentades.

Comptat i debatut, quan es tracta de discriminar les desigualtats justes de les injustes, el debat conceptual topa, si s'aprofundeix una mica, amb dificultats de caire moral. Per exemple, té profundes ramificacions la qüestió fonamental de si, en una societat amb una elevada igualtat d'oportunitats, cal arbitrar, o no, mecanismes compensadors a la relació entre esforç, talent i recompensa. Així, si el talent d'una persona és enormement superior al d'una altra, ha de rebre una retribució també comparablement superior o només fins a un cert llindar? La resposta només pot procedir de la societat, la qual, però, ha de saber que hi ha una decisió que pot ser presa.

Ateses les dificultats en el pla conceptual, sembla més que necessari tractar d'il·luminar el debat amb una evidència empírica. Desafortunadament, no hi ha gaire on triar. Potser l'esforç més reeixit fins avui és el de Francisco Ferreira i els seus coautors, que realitzen una comparativa de vuit estudis diferents per comparar la desigualtat d'oportunitats en 41 països.[6] La dificultat bàsica és que el que ens interessa, l'esforç (causa justa o acceptable de la desigualtat) no és directament observable. Veiem els resultats (la desigualtat de l'ingrés, normalment) i les circumstàncies familiars (la renda de la família, el consum de la llar, etc.), però no l'esforç individual. L'estratègia empírica serà veure quina part de l'ingrés s'explica per variables de circumstància, sent la part no explicada (tècnicament, el residu) una aproximació a l'esforç.

Les conclusions, necessàriament temptatives, atès el caràcter incipient de l'anàlisi empírica, són que una part important de les desigualtats en renda observades al món no són degudes a l'esforç individual, sinó a factors fora del control de la persona, com les circumstàncies familiars. A més a més, les diferències per països són notables. Així, la desigualtat d'oportunitats al Brasil triplica amb escreix la de Finlàndia. Una segona conclusió és que hi ha una correlació positiva entre desigualtat d'oportunitats i desigualtat de renda. Com es desenvolupa a l'article «El somni americà de Jay Gatsby: entre la desigualtat i la mobilitat social», en aquest mateix Dossier, els estudis de mobilitat social apunten a l'existència del que s'anomena la Corba del Gran Gatsby, que relaciona la baixa mobilitat social (derivada de les circumstàncies en aquesta literatura) amb l'elevada desigualtat.

Deia Ortega i Gasset que «Yo soy yo y mi circunstancia y si no la salvo a ella no me salvo yo». Pensada en un altre context, la frase del filòsof espanyol tanca la conclusió essencial del debat: la igualtat d'oportunitats, ben entesa, requereix que s'aplani el terreny de joc de manera que les circumstàncies (incontrolables) siguin les menors possibles i les trajectòries vitals siguin, sobretot, el resultat del lliure albir, del talent durament conreat i de l'esforç.

Mar Domènech i Àlex Ruiz
CaixaBank Research

5. Roemer aplica la distinció habitual en economia entre creences (segon canal) i preferències (quart canal).
6. Vegeu Brunori, P., Ferreira, F. i Peragine, V. (2013) «Inequality of Opportunity, Income Inequality and Economic Mobility: Some International Comparisons», IZA Discussion Paper, núm. 7155.

Mesures per afavorir la igualtat d'oportunitats

La gran majoria dels nostres conciutadans prefereixen viure en una societat que afavoreixi la igualtat d'oportunitats entre els individus. Són nombroses les circumstàncies que no controlem, o de les quals no som responsables (el lloc on naixem, l'entorn familiar i també la raça i el gènere), i que poden afectar la nostra situació personal i laboral i, en última instància, la nostra renda. Per tant, cal que les polítiques públiques contribueixin a mitigar, en la mesura del possible, les conseqüències d'aquestes circumstàncies.

Per intentar garantir la igualtat d'oportunitats, les polítiques públiques, en general, actuen en tres àmbits o fases de la nostra vida: la primera infància, l'etapa educativa i el mercat laboral. L'etapa educativa centra la major part de les mesures que persegueixen afavorir la igualtat d'oportunitats, ja que el capital humà que els individus adquireixen en aquesta etapa vital determina, en gran part, les seves possibilitats professionals. En aquest sentit, les dues grans línies d'actuació són l'educació obligatòria fins a una certa edat i la implementació de mecanismes que permeten l'accés universal a una educació de qualitat.

No obstant això, aquestes dues línies d'actuació no són suficients per assegurar l'anhelada equitat. La capacitat d'aprofitar els recursos educatius i de transformar-los en capital humà depèn, també, d'allò que es fa durant el temps no lectiu. Així, a Finlàndia, per exemple, s'intenta personalitzar el suport que els nens reben dels professors, en bona part per remeiar les diferents situacions personals. A Dinamarca, es van augmentar les hores lectives perquè els alumnes poguessin fer els deures a les aules amb el suport dels professors. D'aquesta manera, els nens que, a casa seva, no reben ajuda amb les tasques assignades no estan en desavantatge en relació amb el companys que sí la reben. A altres països, com Grècia o Xipre, aquesta mesura s'ha plantejat com a optativa, de manera que l'escola es manté oberta més enllà de les hores lectives perquè els alumnes que ho desitgin es puguin quedar a fer els deures sota la supervisió de professorat.[1]

Polítiques per afavorir la igualtat d'oportunitats

Etapa/Àmbit d'aplicació	Exemples de polítiques
Primera infància	• Control mèdic durant l'embaràs i posterior • Conscienciació sobre la importància de la nutrició i de l'establiment de vincles efectius • Obligatorietat preescolar • Baixa extensa de maternitat (i/o paternitat)
Educació	• Obligatorietat i universalitat de l'educació • Suport educatiu individualitzat • Augment d'hores lectives • Supressió de mesures de seguiment i de selecció primerenca • Beques menjador • Tecnològiques - Accés universal - Formació de tot el professorat en TIC
Mercat laboral	• Reclutament cec • Plans d'igualtat i de conciliació a les empreses • Formació contínua

Font: *CaixaBank Research.*

Una altra mesura que cal destacar en l'etapa educativa és la supressió de mesures de seguiment i de selecció primerenca. Cada vegada són més els països europeus que han eliminat aquestes polítiques de selecció, ja que les diferències en els coneixements adquirits pels nens en funció de la procedència social disminueix a mesura que creixen, de manera que la selecció i la segregació primerenca a l'escola redueix de manera substancial les possibilitats dels alumnes procedents d'un entorn més desfavorit.

La millora del rendiment dins les aules també necessita de mesures fora. Les sessions d'orientació a les famílies sobre la rellevància de l'educació també haurien de formar part de les polítiques en l'àmbit educatiu. Així mateix, les mesures socials, com les beques menjador, també són importants en aquesta fase, ja que una bona alimentació és bàsica en l'assoliment de bons resultats acadèmics.[2]

Encara en l'àmbit educatiu, la utilització de les noves tecnologies també pot ajudar a igualar les oportunitats, en especial a l'educació superior. Així, les tecnologies de la informació i la comunicació poden facilitar un major accés als millors professors i als millors materials educatius (per exemple, mitjançant l'accés a classes online). Així mateix, l'educació a distància també permet una major flexibilitat horària, la qual cosa pot facilitar combinar els estudis amb la feina, una opció imprescindible en molts casos i que ajuda a disminuir l'abandonament escolar entre les classes socials més desfavorides. Per la seva banda, els sistemes d'intel·ligència artificial aplicats a l'educació poden ajudar a la detecció primerenca per part dels professors de certes dificultats específiques de l'aprenentatge.[3] D'aquesta manera, els professors poden adaptar els seus ensenyaments a les especificitats de cada alumne, la qual cosa incrementa l'èxit en els estudis. Així mateix, la tecnologia també proveeix d'eines d'aprenentatge específic per a aquests casos i afavoreix, d'aquesta manera, la igualtat d'oportunitats entre els alumnes amb diferents capacitats.[4]

1. Vegeu Eurofound (2017), «Social mobility in the EU», Publications Office of the European Union, Luxemburg.
2. Vegeu Anderson, M. L., Gallagher, J. i Ritchie, E. R. (2017), «School Lunch Quality and Academic Performance», NBER Working Paper.
3. En nombroses escoles, els nens realitzen exercicis matemàtics o de llengües en els ordinadors fent ús de programes i d'eines informàtiques. Aquests programes analitzen les respostes als exercicis i són capaços de detectar problemes de dislèxia o de discalcúlia, entre d'altres.
4. Vegeu Jacob, B., Berger, D., Hart, C. i Loeb, S. (2016). «Can Technology Help Promote Equality of Educational Opportunities?», RSF: The Russell Sage Foundation Journal of the Social Sciences.

Hi ha elements de la tecnologia, però, que poden actuar com una barrera a l'equiparació del terreny de joc. El més obvi és l'accés desigual a la tecnologia, ja que els alumnes amb un millor accés a les eines digitals solen ser també els que tenen un major nivell de renda. Més enllà del menor accés, utilitzar de forma adequada les noves tecnologies per aprofitar els beneficis que ens poden proveir no és tampoc una tasca senzilla, de manera que, en determinats casos, pot ser útil disposar d'un supervisor o d'un adult expert que guiï de manera adequada els nens.

Si canviem d'etapa i ens fixem ara en les polítiques centrades en la primera infància, cal destacar que és un període en què es desplega cada vegada més un major nombre de mesures destinades a anivellar el terreny de joc. Malgrat que les polítiques públiques aplicades en els primers anys de vida poden semblar més enfocades a cobrir les necessitats bàsiques que a igualar les oportunitats, els estudis més recents mostren que l'etapa preescolar és de vital importància per al desenvolupament futur del nen, tant en termes emocionals com cognitius. La nutrició, els bons hàbits de la mare durant l'embaràs o la relació del nounat amb els pares abans de començar l'etapa escolar determinen, en gran part, les aptituds i les habilitats cognitives que pugui desenvolupar en el futur. Així, un mal desenvolupament en aquesta etapa inicial sol dificultar l'èxit en l'etapa educativa formal i, amb posterioritat, al mercat laboral.

Si considerem que aquesta etapa vital comença durant l'embaràs de la mare i s'allarga fins a l'inici dels estudis obligatoris del nen (que, a Espanya, se situa en els sis anys), és clar que moltes de les polítiques s'han de centrar en els progenitors. Així, les mesures que garanteixin, per exemple, un control mèdic exhaustiu durant l'embaràs actuen com a igualadores d'oportunitats. De la mateixa manera que pretenen ser igualadores les polítiques de conscienciació dels pares sobre els beneficis d'uns hàbits alimentaris saludables o d'establir uns bons vincles afectius en els primers anys de vida.

Amb la finalitat d'afavorir totes aquestes bones pràctiques en els nens en la primera etapa de vida, alguns experts defensen una etapa preescolar obligatòria. D'aquesta manera, diuen, tots els nens rebrien un nivell d'«atenció» semblant en els primers anys i arribarien a l'etapa d'educació formal amb un historial similar. L'obligatorietat a una edat tan primerenca, però, podria entrar en conflicte amb la llibertat dels pares sobre el tipus de criança que desitgen per als seus fills i, fins i tot, en alguns casos, podria perjudicar l'infant, ja que potser podria estar rebent a casa una atenció individual per part dels pares o d'un instructor contractat. En aquest sentit, no són poques les veus que defensen una baixa de maternitat (i/o paternitat) més àmplia, com les 49 setmanes de Noruega, amb la finalitat d'afavorir la creació dels importants vincles afectius entre nens i progenitors.

Després de la primera infància i un cop finalitzada l'etapa educativa, els individus entren al mercat laboral i, en aquest àmbit, també és important promoure la igualtat d'oportunitats. En particular, en aquesta fase, cal assegurar, en primer lloc, la igualtat d'oportunitats en l'accés al mercat laboral i, en segon lloc, la igualtat al llarg de la carrera professional.

En la fase d'accés al mercat, algunes empreses o països han començat a introduir pràctiques de preselecció a cegues amb la finalitat, precisament, d'evitar biaixos discriminatoris.[5] Això, a més a més, sol promoure la diversitat en la força laboral, un valor afegit que cal tenir en compte. França va ser una de les pioneres, amb l'aprovació, el 2006, d'una llei que obligava a realitzar aquest tipus de seleccions cegues a les empreses amb més de 50 empleats. No obstant això, la seva aplicació no es va produir fins al 2015, ja que l'adopció de nous mètodes de selecció no és fàcil per a les empreses, en especial per a les més grans. A Espanya, a l'estiu del 2017, poc més de 75 empreses i entitats es van unir a un programa governamental per analitzar com desenvolupar un protocol per a l'aplicació del currículum cec a nivell empresarial.

D'altra banda, també és important mantenir aquesta igualtat d'oportunitats al llarg de la carrera professional. Per aconseguir-ho, és bàsic la promoció de plans d'igualtat i de conciliació a les empreses. Les polítiques que afavoreixen la formació contínua dels treballadors també ajuden a anivellar el terreny de joc en aquesta etapa.

En definitiva, les polítiques que busquen afavorir la igualtat d'oportunitats intenten compensar o eliminar les barreres que sovint sorgeixen per circumstàncies que no estan en les nostres mans. En aquest sentit, hem vist que, a més de les polítiques que incideixen en l'àmbit educatiu, és important tenir en compte l'etapa preescolar i professional. Els dos àmbits centren, cada vegada més, l'atenció de les autoritats per assolir la tan anhelada igualtat d'oportunitats.

Clàudia Canals i Cristina Farràs
CaixaBank Research

5. Vegeu Bertrand, M. i Mullainathan, S. (2004). «Are Emily and Greg More Employable than Lakisha and Jamal? A Field Experiment on Labor Market Discrimination», American Economic Review, 94(4), pàg. 991-1013.

CaixaBank Research

PUBLICACIONS

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

DOCUMENTS DE TREBALL

¿Para cuándo una banca paneuropea?
Enric Fernández, Gerard Arqué, Pau Labró i Estel Martín, 02/2018

¿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

DOCUMENTS D'ECONOMIA CAIXABANK

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

Per què Europa genera poc creixement i ocupació?
Jordi Gual

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

Unió bancària: de formigó o de palla?
Jordi Gual

Ensenyaments llatinoamericans per a una crisi europea
Àlex Ruiz

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

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

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

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

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

CAIXABANK ECONOMIC PAPERS

Banking Union: made of concrete or straw?
Jordi Gual

European Integration at the Crossroads
Jordi Gual

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

Should the ECB Target Employment?
Pau Rabanal

Integrating Regulated Network Markets in Europe
Jordi Gual

IM INFORME MENSUAL

Informe sobre la situació econòmica (disponible també en anglès)

POLS ECONÒMIC

ACTUALITAT DEL SISTEMA FINANCER

COL·LECCIÓ COMUNITATS AUTÒNOMES

CÁTEDRA "la Caixa" ECONOMÍA Y SOCIEDAD

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

ESTUDIS ECONÒMICS

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

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

GRUP CAIXABANK: DADES MÉS RELLEVANTS
31 de desembre de 2017

	MILIONS €
Recursos de clients	349.458
Crèdit a la clientela, brut	223.951
Resultat atribuït al Grup, acumulat en l'any	1.684
Capitalització borsària	23.248
Clients a Espanya (milions)	13,8
Empleats	36.972
Oficines	5.379
Oficines *retail* a Espanya	4.681
Nombre de caixers a Espanya	9.427

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